

Årsrapport 2015

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

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

Direktion

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

Revision

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

Depotbank

Danske Bank

Generalforsamling

Ordinær generalforsamling holdes
onsdag den 20. april 2016
i Falconer Center, Frederiksberg.

Layout

BEYER DESIGN
Lotte Skov Christiansen

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 markeds-udvikling, jf. afsnittet »Investeringsmarkederne

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

Indhold

- 2 Læsevejledning
- 4 Sådan læser du afdelingernes regnskaber
- 5 Oversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser
- 6 Forord fra formanden

Foreningens ledelsesberetning

- 8 Investeringsforeningen Danske Invest i 2015
- 14 Afkast og udbytter
- 24 Investeringsmarkederne i 2015 + evaluering af forventningerne til 2015
- 30 Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016
- 33 Udsagn om forventninger
- 34 Politik for samfundsansvar
- 36 Risici samt risikostyring
- 42 Omkostninger
- 46 Fund governance
- 47 Bestyrelse og direktion
- 48 Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige hverv

Påtegninger

- 50 Ledespåtegning
- 51 Den uafhængige revisors erklæringer

Regnskaber

- 52 Afdelingernes ledelsesberetninger og årsregnskaber

Fælles noter

- 582 Anvendt regnskabspraksis
- 586 Oversigt over udbytternes skattemæssige fordeling
- 587 Foreningens væsentligste aftaler
- 589 Revisionshonorarer
- 589 Direktionshonorarer mv.

Bilag

- 590 Finanskalender 2016
- 590 Valutakoder
- 591 Kreditvurderingsbureauernes rating-skala

Sådan læser du afdelingernes regnskaber

Som læser af årsrapporten 2015 får du her en kort forklaring på de forskellige delelementer af de enkelte afdelingers regnskaber, som du kan finde fra side 52 til 580 i årsrapporten.

Afdelingens profil

De væsentligste karakteristika ved afdelingen. Du kan læse mere om de enkelte afdelinger på danskeinvest.dk.

Risikoklassifikation

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

Risiko

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 den bliver beregnet efter tre års levetid.

Tablet med fordeling

Viser hvordan afdelingens værdipapirbeholdning og likvider var fordelt ultimo 2015. For danske obligationsafdelinger viser vi typisk en fordeling på varigheder, mens vi for udenlandske aktieafdelinger typisk viser en fordeling på lande eller brancher. Fordelingerne opdateres på månedligt basis på danskeinvest.dk.

Kommentar til afkast m.v.

Her kan du læse om afkastet i 2015. Hvad gik godt, og hvad gik mindre godt? Vi kommer også ind på vores forventninger til 2016 samt særlige risici knyttet til den enkelte afdelings potentiale i 2016. 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 udbytteskat 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 2015. 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.

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 2015, 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 2015, har der netto været efterspørgsel efter beviser i afdelingen. Under formueværdi viser vi bevægelserne gjort op i kursværdier.

Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP)

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

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klasserne For afdelinger med flere andelsklasser vises noteoplysninger, som er specifikke for de enkelte andelsklasser.

Læs om de enkelte afdelinger og andelsklasser

52	Afrika - Akkumulerende KL	325	• Horisont 80, klasse NOK
55	• Afrika, klasse SEK	328	• Horisont 80, klasse NOK I
58	• Afrika, klasse NOK	331	Horisont 100 - Akkumulerende KL
61	• Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	334	• Horisont 100, klasse NOK
64	• Afrika, osuuslaji EUR	337	• Horisont 100, klasse NOK I
67	Bioteknologi	340	Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL
71	Bond Income - Akkumulerende KL	343	• Horisont Pension 2020, klasse SEK
74	• Income Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	346	Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL
77	• Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h	349	• Horisont Pension 2030, klasse SEK
80	Danmark	352	Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL
84	Danmark - Akkumulerende	355	• Horisont Pension 2040, klasse SEK
88	Danmark Fokus	358	Horisont Rente Konservativ - Akkumulerende KL
92	Danmark Indeks	361	• Horisont Rente Konservativ, klasse NOK
96	Danmark Indeks Small Cap	364	• Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK
100	Dannebrog Mellemlange Obligationer	367	Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL
104	Danske Indeksobligationer	370	• Horisont Rente Plus, klasse NOK
108	Danske Korte Obligationer	373	• Horisont Rente Plus, klasse NOK I
112	Danske Lange Obligationer	376	• Horisont Rente Plus, klasse NOK W
116	Euro High Yield-Obligationer	379	Japan
120	Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL	383	Kina
123	• Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	387	KlimaTrends
126	• Euro High Yield-obligationer, klasse SEK h	391	Latinamerika
129	• Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h	395	Latinamerika - Akkumulerende KL
132	Euro Investment Grade-Obligationer	398	• Latinamerika, klasse SEK
136	Europa	401	• Latinamerika, klasse NOK
140	Europa - Akkumulerende	404	Mix - Akkumulerende
143	• Europa - Akkumulerende, klasse DKK h	408	Mix Defensiv - Akkumulerende
146	Europa Fokus	412	Mix Obligationer
150	Europa Fokus - Akkumulerende KL	416	Mix Obligationer - Akkumulerende
154	Europa Højt Udbytte	420	Mix Offensiv - Akkumulerende
158	Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	424	Mix Offensiv Plus - Akkumulerende
161	• Europa Højt Udbytte - Akkumulerende, klasse DKK	428	Norden
164	• Europe High Dividend, klasse NOK	432	Norden Indeks
167	Europa Indeks	436	Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL
171	Europa Indeks BNP	439	• Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
175	Europa Small Cap	442	• Nordiska Företagsobligationer, klasse SEK h
179	Europa Small Cap - Akkumulerende KL	445	• Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk., klasse DKK h
182	• Europa Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK h	448	• Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h
185	• Europe Small Cap, klasse NOK	451	Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL
188	Europæiske Obligationer	454	• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
192	Fjernøsten	457	• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I
196	Fjernøsten Indeks	460	Nye Markeder
200	Fonde	464	Nye Markeder - Akkumulerende KL
204	Global Højt Udbytte	467	• Global Emerging Markets, klasse NOK
208	Global Indeks	470	• Global Emerging Markets, osuuslaji EUR
212	Global Indeks 2	473	• Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK
216	Global Indeks - Akkumulerende KL	476	Nye Markeder Indeksobligationer
219	• Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK h	480	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL
222	Global Plus	483	• Nye Markeder Indeksobl. - Akkumulerende, klasse DKK
226	Global StockPicking	486	• Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK
230	Global StockPicking 2	489	• Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR
234	Global StockPicking - Akkumulerende KL	492	• Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klasse SEK
237	• Global StockPicking, klasse NOK	495	Nye Markeder Obligationer
240	• Global StockPicking, osuuslaji EUR	499	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL
243	• Global StockPicking - Akk., klasse DKK	502	• Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
246	Globale High Yield-Obligationer	505	• Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h
250	Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL	508	• Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
253	• Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	511	• Tillväxtmarknadsobligationer, klasse SEK h
256	• Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h	514	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta
259	• Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	518	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., KL
262	• Globala High Yield-obligationer, klasse SEK h	521	• Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
265	Globale Lange Indeksobligationer	524	• Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK
269	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL	527	• Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., klasse DKK
272	• Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	530	• Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klasse SEK h
275	• Globala Realräntor, klasse SEK h	533	Nye Markeder Small Cap
278	• Globale Lange Indeksobligationer - Akk., kl. DKK h	537	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL
281	• Reaalikorko Maaailma, osuuslaji EUR h	540	• Emerging Markets Small Cap, klasse NOK
284	Globale Mellemlange Indeksobligationer	543	• Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK
288	Globale Virksomhedsobligationer	546	Teknologi
292	Horisont 20 - Akkumulerende KL	550	Tyskland
295	• Horisont 20, klasse NOK	554	Udenlandske Obligationsmarkeder
298	• Horisont 20, klasse NOK I	558	USA
301	Horisont 35 - Akkumulerende KL	562	USA - Akkumulerende KL
304	• Horisont 35, klasse NOK	565	• USA, klasse SEK
307	Horisont 50 - Akkumulerende KL	568	• USA, klasse NOK
310	• Horisont 50, klasse NOK	571	• USA - Akkumulerende, klasse DKK h
313	• Horisont 50, klasse NOK I	574	Østeuropa
316	Horisont 65 - Akkumulerende KL	578	Østeuropa ex Rusland
319	• Horisont 65, klasse NOK		
322	Horisont 80 - Akkumulerende KL		

Et år med historisk lave renter



2016 bliver endnu et år, hvor renterne bliver et centralt emne på de finansielle markeder. USA er i gang med et opsving, der til sommer går ind i sit ottende år, og vi forventer, at den amerikanske centralbank gradvis hæver renten i løbet af 2016.

Jørn Ankær Thomsen,
bestyrelsesformand

December 2015 blev afslutningen på en årelang periode med et historisk lavt renteniveau i USA, fordi den amerikanske centralbank for første gang siden 2006 hævede den ledende rente i verdens største økonomi. Renteforhøjelsen skal ses som udtryk for, at den amerikanske økonomi har lagt finanskrisen bag sig.

I euroland var renteniveauet også historisk lavt, idet Den Europæiske Centralbank førte en lempelig pengepolitik med det formål at stimulere den økonomiske vækst og fremme inflationen. Det hele kulminerede på centralbankens rentemøde i december, hvor pengepolitikken blev lempet yderligere, hvilket førte rentefald med sig. Den samme lempelige tilgang til pengepolitikken så vi også hos centralbankerne i andre større markeder som fx i Japan.

Det historisk lave renteniveau i 2015 gjorde, at det blev et udfordrende år for flere af vores obligationsafdelinger, som sluttede året af med negative eller beskedne positive afkast. Afdelingerne Danske Korte Obligationer og Danske Lange Obligationer gav et afkast på henholdsvis 0,02 pct. og -0,65 pct., mens Danske Indeksobligationer gav et afkast på 2,44 pct.

I første halvår af 2015 var renterne på danske statsobligationer historisk lave, og for denne type obligationer med kort varighed ligefrem negative. På den baggrund besluttede vi i samarbejde med Danske Bank at foretage en række midlertidige prisnedsættelser på en række afdelinger med danske obligationer. Prisnedsættelserne trådte i kraft pr. 1. april 2015 og fortsatte året ud.

Vi gennemførte desuden en ændring af vores omkostningsstruktur, der medførte, at tegningsprovisionen fra og med den 1. juli 2015 blev fjernet på samtlige af foreningens afdelinger. Managementhonoraret blev samtidig forhøjet i en række udvalgte afdelinger. Samlet set har det resulteret i, at det er blevet billigere for vores investorer at ændre i deres sammensætning af investeringsbeviser, og beslutningen skal ses som et led i vores løbende produktudvikling og ambition om at være konkurrencedygtige målt på både pris, afkast, produktsortiment, relevant information samt god og professionel rådgivning fra vores distributører.

Flotte afkast for aktieafdelinger

De modne aktiemarkeder leverede pæne afkast i 2015, selvom det var med store regionale forskelle.

Fleere aktiemarkeder fra de nye markeder var hårdt udfordret bl.a. som følge af de faldende råvare- og oliepriser. I Europa gav aktiemarkedet et afkast på 8,46 pct., hvilket var understøttet af den lempelige pengepolitik fra Den Europæiske Centralbank, de lave oliepriser og den svage euro. Det blev også afspejlet i vores afdeling Europa Fokus, hvor årets afkast var 11,43 pct.

I Japan leverede aktiemarkedet et afkast på 22,32 pct., målt i danske kroner, hvilket kan tilskrives, at der blev gennemført en række strukturelle reformer, som havde til formål at forbedre investeringsklimaet og øge selskabernes fokus på investorerne samt en styrkelse af yennen over for den danske krone på 11,27 pct. Vores afdeling med japanske aktier gav således et afkast på 23,10 pct. i 2015 målt i danske kroner.

Årets højeste afkast i Investeringsforeningen Danske Invest var i afdelingen Danmark Fokus, der gav et afkast på hele 40,72 pct., hvilket blandt andet blev drevet af høje kursstigninger i Novo Nordisk, Genmab, Vestas og Pandora.

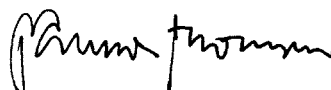
Renterne vil fortsat være i fokus

Vi forventer, at der fortsat vil være fremgang i den globale økonomi i 2016, idet vi vurderer, at der kommer en pæn økonomisk vækst på mellem 2,5 pct. og 3 pct. i USA og omkring 2 pct. i Europa. Til gengæld kan faldende økonomisk vækst i Kina give udfordringer, ligesom det kan påvirke de råvareeksporterende lande negativt.

2016 bliver endnu et år, hvor renterne bliver et centralt emne på de finansielle markeder. USA er i gang med et opsving, der til sommer går ind i sit ottende år, og vi forventer, at den amerikanske centralbank gradvis hæver renten i løbet af 2016.

I resten af de udviklede marketers centralbanker, forventer vi, at den lempelige pengepolitik fortsætter og dermed også de lave renteniveauer. Der er dog risiko for stigende renter, hvis væksten eller inflationen overrasker og bliver højere end forventet. Det kan give endnu et udfordrende år for vores obligationsafdelinger.

Du kan læse mere om årsregnskabet og ledelsesberetningen for hver af de 86 afdelinger med 72 tilhørende andelsklasser fra side 52 i årsrapporten 2015.



Jørn Ankær Thomsen,
Bestyrelsesformand.

Investeringsforeningen Danske Invest 2015

Foreningens ledelsesberetning

I Investeringsforeningen Danske Invest arbejder vi løbende på at videreudvikle og tilpasse vores udvalg af produkter, således at de stemmer overens med vores investorers behov, interesser og ønsker. For at imødekomme investorernes ønsker, introducerede Danske Invest i 2015 flere nye investeringsmuligheder, ligesom vi gennemførte en række navneændringer på eksiste-

rende afdelinger. Vi har desuden ændret vores omkostningsstruktur for at gøre den mere enkel for vores investorer, ligesom vi sænkede omkostningerne på flere danske obligationsafdelinger for at imødekomme den ekstraordinære rente- og valutasituation med de lave renter på danske statsobligationer i 2015.



12 nye afdelinger i 2015

I løbet af 2015 har Investeringsforeningen Danske Invest introduceret 12 nye investeringsmuligheder i de nordiske lande for at imødekomme investorenes behov og ønsker:

Europa Small Cap - Akkumulerende KL

Den 11. marts 2015 blev afdelingen Europa Small Cap Akkumulerende KL introduceret på det norske marked, mens afdelingen blev tilgængelig i Danmark den 14. juli 2015. Afdelingen investerer i aktier fra mindre og mellemstore selskaber, som er børsnoteret på europæiske markedspladser samt selskaber, der har deres hovedaktivitet i Europa. Afdelingen kan desuden investere en mindre andel i selskaber, der er hjemmehørende i eller handles på børs, der grænser op til Europa.

Bond Income - Akkumulerende KL

Den 26. marts 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest en ny afdeling, som investerer i obligationer og hedder Bond Income - Akkumulerende KL. Afdelingen kan investere i alle typer af obligationer uanset deres kreditvurdering og valuta, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer

og statsobligationer fra lande, der har en høj såvel som lav kreditkvalitet. Afdelingen udbydes i to andelsklasser, der henholdsvis hedder Income Obligationer - Akkumulerende klasse, DKK h og Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h.

Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL

Afdelingen blev introduceret i Norge med andelsklassen Emerging Markets Small Cap, klasse NOK den 26. marts 2015 og i Danmark den 14. juli 2015 med andelsklassen Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK. Afdelingen investerer i aktier i mindre eller mellemstore selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i nye markeder som fx Brasilien, Indien og Sydafrika.

Nye Markeder Indeksobligationer

Den 6. maj 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Nye Markeder Indeksobligationer. 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 som fx Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet.

Nye afdelinger og andelsklasser

Afdeling	Dato for introduktion	Andelsklasser	Rettet mod
Europa Small Cap - Akk. KL	11. marts 2015	Europa Small Cap - klasse NOK Europa Small Cap - klasse DKK	Norge Danmark
Bond Income - Akk.	26. marts 2015	Income Obligationer - Akk., klasse DKK h Income Obligationer - Akk., klasse EUR h	Danmark Finland
Nye Markeder Small Cap - Akk. KL	26. marts 2015	Emerging Markets Small Cap, klasse NOK	Norge
Nye Markeder Indeksobligationer	6. maj 2015		Danmark
Nye Markeder Indeksobligationer - Akk. KL	6. maj 2015	Nye Markeder indeksobligationer - Akk., klasse DKK Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK	Danmark Norge Finland Sverige
Horisont 20 - Akk. KL	3. december 2015	Horisont 20, klasse NOK Horisont 20, klasse NOK I	Norge
Horisont 35 - Akk. KL	3. december 2015	Horisont 50, NOK Horisont 50, NOK I	Norge
Horisont 50 - Akk. KL	8. december 2015	Horisont 50, klasse NOK Horisont 50, klasse NOK I	Norge
Horisont 65 - Akk. KL	8. december 2015	Horisont 65, klasse NOK	Norge
Horisont 80 - Akk. KL	14. december 2015	Horisont 80, klasse NOK Horisont 80, klasse NOK I	Norge
Horisont 100 - Akk. KL	14. december 2015	Horisont 100, klasse NOK Horisont 100, klasse NOK I	Norge
Horisont Rente Konservativ - Akk. KL	14. december 2015	Konservativ, klasse NOK Konservativ Institusjon, klasse NOK I	Norge

DKK, EUR, SEK og NOK angiver den valuta, som andelsklassen er udstedt i. Bogstavet »h« angiver, at andelsklassens investeringer som udgangspunkt er valutaafdækkede (hedged). Bogstavet »I« angiver, at andelsklassen retter sig mod institutionelle investorer.

Nye Markeder Indeksobligationer

– Akkumulerende KL

Den 6. maj 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL. Afdelingen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til et inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra nye markeder som fx Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet. Afdelingen blev introduceret i Danmark, Norge, Finland og Sverige via fire andelsklasser: Nye Markeder indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK, Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK, Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR og Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK.

Horisont-afdelinger

For at imødekomme efterspørgsel i Norge efter afdelinger, der investerer i både aktier og obligationer, herunder obligationer fra de nye markeder og virksomhedsobligationer, har Danske Invest lanceret adskillige Horisont-afdelinger, som differentierer sig på, hvor stor en andel af formuen, der er placeret i aktier. Fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, men med hensynstagen til den samlede risiko.

Horisont 20 – Akkumulerende KL

Den 3. december 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Horisont 20 – Akkumulerende KL i Norge. Aktier skal minimum udgøre 10 pct. af formuen og kan som hovedregel maksimalt udgøre 30 pct. af formuen. Afdelingen udbydes i to andelsklasser, der hedder henholdsvis Horisont 20, klasse NOK og Horisont 20, klasse NOK I.

Horisont 35 – Akkumulerende KL

Den 3. december 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Horisont 35 – Akkumulerende KL i Norge. Aktier skal minimum udgøre 22 pct. af formuen og kan som hovedregel maksimalt udgøre 48 pct. af formuen. Afdelingen udbydes i en andelsklasse, der hedder Horisont 35, klasse NOK.

Horisont 50 – Akkumulerende KL

Den 8. december 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Horisont 50 – Akkumulerende KL i Norge. Aktier skal minimum udgøre 35 pct. af formuen og kan som hovedregel maksimalt udgøre 65 pct. af formuen. Afdelingen udbydes i to andelsklasser, der hedder henholdsvis Horisont 50, klasse NOK og Horisont 50, klasse NOK I.

Horisont 65 – Akkumulerende KL

Den 8. december 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Horisont 65 – Akkumulerende KL i Norge. Aktier skal minimum udgøre 47 pct. af formuen og kan som hovedregel maksimalt udgøre 83 pct. af formuen. Afdelingen udbydes i en andelsklasse, der hedder Horisont 65, klasse NOK.

Horisont 80 – Akkumulerende KL

Den 14. december 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Horisont 80 – Akkumulerende KL i Norge. Aktier skal minimum udgøre 60 pct. af formuen og kan som hovedregel maksimalt udgøre 100 pct. af formuen. Afdelingen udbydes i to andelsklasser, der hedder henholdsvis Horisont 80, klasse NOK og Horisont 80, klasse NOK I.

Horisont 100 – Akkumulerende KL

Den 14. december 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest afdelingen Horisont 100 – Akkumulerende KL i Norge, som investerer i globale aktier. Norske aktier skal minimum udgøre 20 pct. af formuen og kan maksimalt udgøre 80 pct. Afdelingen udbydes i to andelsklasser, der hedder henholdsvis Horisont 100, klasse NOK og Horisont 100, klasse NOK I.

Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Afdelingen blev introduceret den 14. december og investerer i norske og udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af lande med høj såvel som lav kreditkvalitet samt virksomhedsobligationer med såvel høj som lav kreditkvalitet. Obligationerne kan have kort såvel som lang varighed, og norske obligationer skal minimum udgøre 80 pct. af formuen. Afdelingen udbydes i to andelsklasser, der hedder henholdsvis Konservativ, klasse NOK og Konservativ Institution, klasse NOK I.

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 andelsklasser og afdelinger

Andelsklasse	Dato for introduktion	Afdeling	Rettet mod
Tilvæxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK	21. januar 2015	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk. KL	Sverige
Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK	21. januar 2015	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk. KL	Norge
Europe High Dividend, klasse NOK	11. marts 2015	Europa Højt Udbytte - Akk. KL	Norge

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.

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

I 2015 introducerede vi en række nye andelsklasser under vores allerede eksisterende afdelinger. I skemaet ovenfor viser vi de nyintroducerede andelsklasser samt deres afdelinger.

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

Produktændringer

Navneændringer

På generalforsamlingen i foråret 2015 blev der vedtaget en række navneændringer. Ændringerne blev

godkendt af Finanstilsynet og gennemført den 1. juli 2015. De nye og gamle navne fremgår af skemaet nedenunder.

Navneændringer

Tidligere navn	Nyt navn	Etablering af ny klasse
Europa Valutasikret - Akkumulerende	Europa - Akkumulerende KL	Europa - Akkumulerende, klasse DKK h
Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende	Global indeks - Akkumulerende, klasse DKK h	Global Indeks - Akkumulerende klasse, DKK h
Østeuropa Konvergens	Østeuropa ex. Rusland	

Afdeling Østeuropa Konvergens ændrede navn til Østeuropa ex. Rusland for i højere grad via navnet at tydeliggøre afdelingens investeringsområde. De to øvrige afdelinger ændrede navn i forbindelse med, at afdelingen blev videreført som andelsklasse af den eksisterende afdeling.

Justeringer af strategier mv.

På forårets generalforsamling blev det vedtaget at ændre vedtægterne for afdelingen Østeuropa ex. Rusland, tidligere Østeuropa Konvergens, således at Tyrkiet blev inkluderet som en del af investeringsområdet. Dette skete for at præcisere investeringsområdet, idet investeringer i Tyrkiet i de seneste år har udgjort en relativ betydelig del af porteføljen.

På samme generalforsamling blev der vedtaget en tilføjelse til vedtægterne for afdelingerne Globale Lange Indeksobligationer og Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL, således at porteføljens beregnede varighed præciseres.

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

Midlertidig prisnedsættelse i flere obligationsafdelinger

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

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

I Investeringsforeningen Danske Invest vedrørte ændringen afdelingen Danske Korte Obligationer, hvor administrationsomkostningen blev sænket fra 0,38 pct. til 0,20 pct. Tilsvarende blev udgifterne ved at købe investeringsbeviser (emissionsudgifterne) reduceret i afdelingerne Dannebrog Mellemlange Obligationer og Danske Korte Obligationer med henholdsvis 1,00 og 0,75 procentpoint, da tegningsprovisionen bortfaldt. Prisnedsættelserne trådte i kraft den 1. april 2015 og fortsatte året ud.

Tilsvarende blev udgifterne ved at købe investeringsbeviser reduceret midlertidigt med virkning fra den 16. februar 2015 for afdelingerne Mix Obligationer og Mix Obligationer - Akkumulerende med 1,10 procentpoint, da tegningsprovisionen bortfaldt.

Lavere omkostninger og ny, enkel omkostningsstruktur

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

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

Ændringen i omkostningstrukturen skal ses som et led i vores løbende udvikling af produktudbuddet, der skal være konkurrencedygtig på både pris, afkast, produktortiment, relevant og udbytterig, information samt god og professionel rådgivning fra vores distributører. Ændringerne ligger således i tråd med Danske Invests ambitioner om at høre til blandt den tredjedel af investeringsforeningerne i Danmark, der har de laveste omkostninger.

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

Videnressourcer

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

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.

5 års Nøgletal

	2011	2012	2013	2014	2015
Formue ultimo året (mio. kr.)	96.087	131.994	134.136	146.879	140.740
Netto udstedte andele i løbet af året (kursværdi)	-2.191	7.894	2.102	5.922	-8.294
Samlet regnskabsmæssig indtjening (mio. kr.)	-2.881	15.201	5.527	10.183	5.444
Samlede udbytter for året (mio. kr.)	2.863	5.641	3.520	3.340	5.227
Antal afdelinger ultimo året	61	64	71	74	86

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.

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, Danmark - Akkumulerende, Danmark Fokus og Østeuropa ex. Rusland. Afdeling Afrika er under tre år gammel og har en Active Share under 50. 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. De nævnte afdelinger har dog vist, at de er i stand til at skabe et merafkast i forhold til benchmark, hvorfor bestyrelsen vurderer, at afdelingerne er aktive og har givet et tilfredsstillende afkast. Der er således ikke noget ønske om at ændre strategierne i afdelingerne.

Aktieudlån

I løbet af 2015 har foreningen udvidet antallet af afdelinger, der kan deltage i udlån af aktier. Dette er sket med henblik på at øge de enkelte afdelingers afkast. Udlånene er gennemført inden for den vedtagne aktieudlånspolitik, der bl.a. indebærer, at sikkerhedsstillelsens markedsværdi til enhver tid mindst udgør

Tracking Error

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

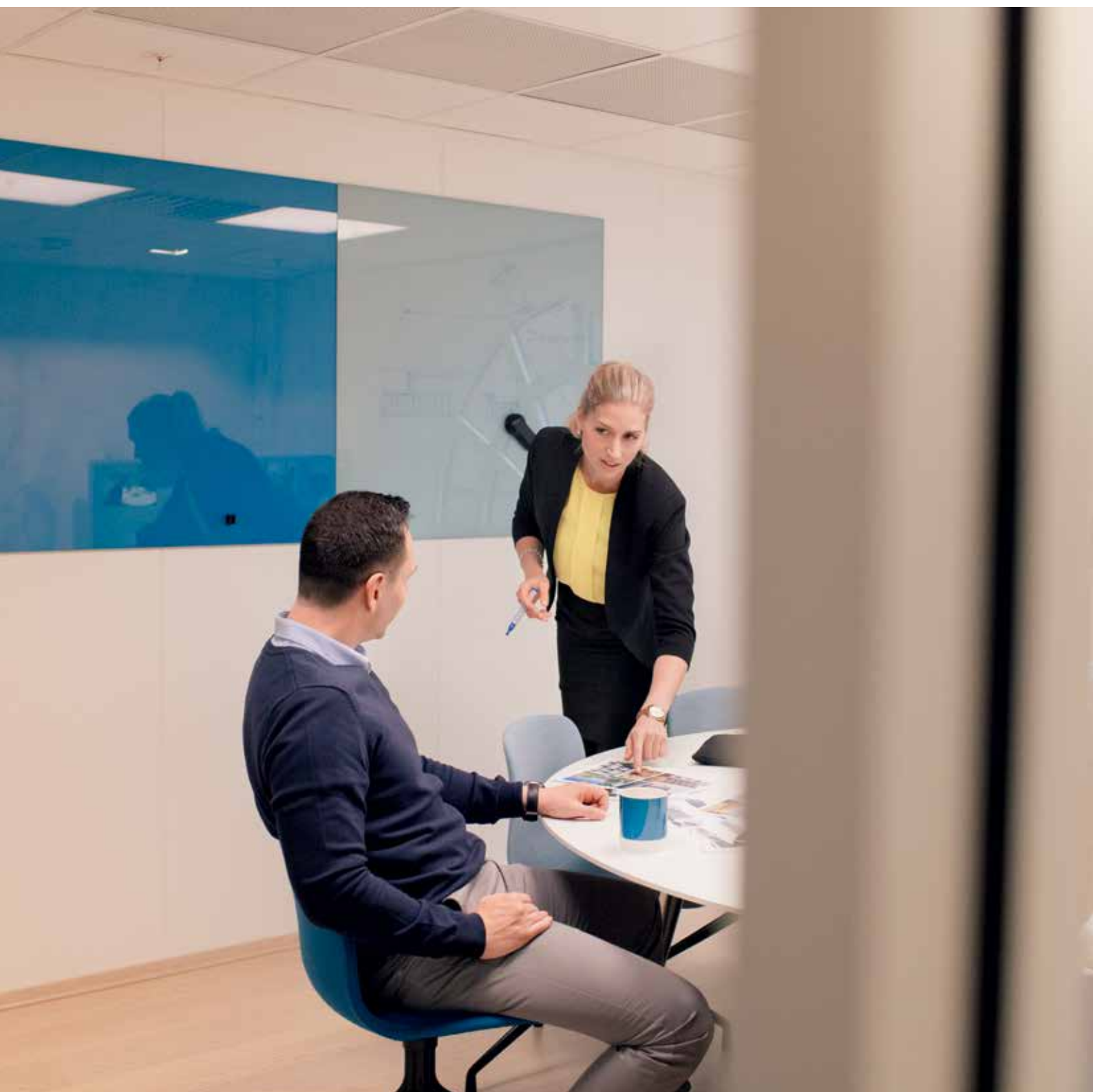
markedsværdien af de aktier, som er udlånt. Det er samtidigt et krav, at sikkerhedsstillelsen er likvid og af høj kvalitet. I praksis er risikoen ved udlån derfor meget begrænset. Al udlån er sket med Danske Bank som modpart. Indtjeningen fremgår af noterne til resultatopgørelse og balance i de enkelte afdelingers ledelsesberetning og årsregnskab.

Formueudvikling

Investeringsforeningen Danske Invests formue faldt fra 146.879 mio. kroner ultimo 2014 til 140.740 mio. kroner ultimo 2015. Der blev netto solgt beviser i foreningen for -8.294 mio. kroner, årets resultat blev 5.444 mio. kroner, og der blev i 2015 udbetalt udbytter for 3.289 mio. kroner.

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

Afkast og udbytter



I 2015 varierede Danske Invest-afdelingernes afkast fra 40,72 pct. i Danmark Fokus til et negativt afkast på 23,30 pct. i Latinamerika, klass SEK.

Det samlede regnskabsmæssige resultat blev i 2015 5.444 mio. kroner mod 10.183 mio. kroner i 2014

Obligationssafdelingerne

Obligationssmarkederne oplevede overordnet set svagt stigende renter, og hovedparten af obligationssafdelingerne leverede negative afkast i 2015, selvom nogle gav lave positive afkast.

Danske Indeksobligationer var blandt de afdelinger, der gav et positivt afkast på 2,44 pct., mens de andre danske obligationssafdelingers afkast varierede mellem -0,65 pct. og 0,02 pct. for henholdsvis Danske Lange Obligationer og Danske Korte Obligationer.

Det var et svært år for globale virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet (high yield), hvilket blandt andet skyldtes, at olieprisen faldt meget gennem 2015, og olie- og energirelaterede virksomheder udgør en betydelig del af det amerikanske marked for high yield-obligationer. Det afspejler også årets resultat i afdelinger med disse obligationstyper. Afdelingen Globale High Yield-Obligationer gav et negativt afkast på 6,94 pct., den finske klasse Global High Yield Bonds - Accumulating, klasse EUR h gav et negativt afkast på 6,57 pct. i EUR., mens den norske klasse Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h gav et negativt afkast på 5,49 pct. i NOK, og den svenske klasse Globala High Yield-obligationer, klasse SEK h gav et negativt afkast på 6,86 pct. i SEK.

De europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet havde et bedre 2015 med positive afkast, om end de var beskedne. Afdelingen Euro High Yield-Obligationers afkast for 2015 endte på 0,44 pct., Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h gav et afkast på 0,49 pct., afkastet for den norske klasse Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h var på 2,17 pct. i NOK, mens den svenske klasse Euro High Yield-obligationer, klasse SEK h gav et afkast på 0,76 pct. i SEK.

Se vores ordbog

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

Obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af 2015 med et beskedent positivt afkast på 0,24 pct. Obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta faldt 8,13 pct.

Aktieafdelingerne

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

Af de større aktiemarkeder endte de japanske aktier i front med et afkast på 22,32 pct. De japanske aktier nød i 2015 godt af flere politiske tiltag såsom, at de børsnoterede virksomheder skulle øge deres fokus på at skabe værdi for deres investorer. Hertil kom at den japanske yen blev styrket med 11,26 pct. over for den danske krone. Begge forhold var således medvirkende til, at afkastet i afdeling Japan blev på 23,10 pct.

Verdens største aktiemarked, det amerikanske, sluttede året med et afkast på 12,40 pct. USD blev i 2015 styrket over for både DKK, NKK, SEK og EUR, hvilket gjorde, at afdelingerne og andelsklasserne med amerikanske aktiers afkast varierede betydeligt. Afdelingen USA og andelsklasse USA, klasse SEK gav afkast på henholdsvis 8,07 pct. og 4,53 pct. i SEK. Andelsklasse USA, klasse NOK gav et afkast på 14,80 pct., mens andelsklasse USA - Akkumulerende, klasse DKK gav et negativt afkast på 3,21 pct., da andelsklassen var valutaafdækket og således ikke fik gavn af USD-styrkelsen.

De danske aktier gav fantastiske afkast i 2015, og aktiemarkedet var årets bedste i de udviklede markeder, hvilket også afspejler årets resultat i de danske afdelinger. Således gav Danmark et afkast på 36,86 pct., mens afdelingen Danmark Fokus gav årets højeste afkast på 40,72 pct.

De europæiske aktier leverede et afkast på 8,46 pct. i 2015. Afdelingen Europa gav et afkast på 13,33 pct., mens afdelingerne Europa Fokus og Europa Højt Udbytte præsterede et afkast på henholdsvis 11,43 pct. og 10,03 pct. Årets højeste afkast gav afdelingen Europa Small Cap, der investerer i små og mellemstore europæiske virksomheder, med 23,32 pct.

Udbytterne

Bestyrelsen indstiller til generalforsamling, at der for 2015 bliver udbetalt udbytter for 5.227 mio. kroner mod 3.340 mio. kroner i 2014. Udbytterne bliver beregnet i henhold til reglerne i skattelovgivningen, og de skal godkendes på den ordinære generalforsamling den 20. april 2016.

I obligationsafdelingerne forventes det højeste udbytte at blive udbetalt i afdelingen Danske Indeksobligationer, hvor der er foreslået et udbytte på 8,90 pct.

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.

Aktieafdelingernes forventede udbytter varierer fra 89,40 pct. (svarende til 28,3 pct. af formuen) i afdelingen Europa Small Cap til 0,20 pct. i afdelingen Latinamerika. En række af aktieafdelingerne udbetaler ikke udbytte.

Ændrede regler påvirker udbyttebetalingen

Ændringer i skattereglerne fra 2013 betyder fortsat, at der bliver mindre – eller i nogle tilfælde intet – at udbetale som udbytte. Den mere skattetekniske baggrund er, at en afdelings negative udlodningsbeløb fra tidligere år fratrækkes i afdelingens udlodningspligtige indtægter, herunder udbytter.

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

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 at 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.

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

Afdelingernes historiske afkast

Afdeling/Andelsklasse	3 år	5 år	Afdeling/Andelsklasse	3 år	5 år
Afrika - Akkumulerende KL			Global Stockpicking - Akkumulerende KL		
• Afrika, klass SEK	-14,68	-13,42	• Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK	48,64	58,70
• Afrika, osuuslaji EUR	-19,17	-18,51	Global StockPicking, osuuslaji EUR	48,08	45,61
• Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	-19,58	-2,95	Globale Lange Indeksobligationer	-0,39	16,25
Bioteknologi	184,17	237,63	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL		
Danmark	141,21	126,50	• Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	-0,43	16,66
Danmark - Akkumulerende	139,90	125,30	• Reaalikorko Maaailma, osuuslaji EUR h	1,41	18,26
Danmark Fokus	159,29	137,35	• Globala Realräntor, klass SEK h	1,84	21,08
Danmark Indeks	108,83	101,97	Globale Virksomhedsobligationer	11,46	28,94
Danmark Indeks Small Cap	117,39	68,99	Japan	61,11	47,52
Dannebrog Mellemlange Obligationer	5,61	17,32	Kina	30,08	25,44
Danske Indeksobligationer	2,50	22,75	KlimaTrends	53,45	52,01
Danske Korte Obligationer	3,02	9,81	Latinamerika	-37,26	-32,29
Danske Lange Obligationer	7,42	26,34	Latinamerika - Akkumulerende KL		
Euro High Yield-Obligationer - Akk. KL			• Latinamerika, klass SEK	-34,80	-19,69
• Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	16,16	53,32	Mix - Akkumulerende	14,69	23,73
Euro Investment Grade-Obligationer	11,21	29,19	Mix Defensiv - Akkumulerende	9,25	17,98
Europa	38,40	57,14	Mix Obligationer	2,12	5,17
Europa - Akkumulerende, klasse DKK	30,81	43,12	Mix Obligationer - Akkumulerende	2,19	3,47
Europa Fokus	22,09	42,95	Mix Offensiv - Akkumulerende	24,31	35,71
Europa Fokus - Akkumulerende KL	20,55	41,57	Mix Offensiv Plus - Akkumulerende	30,22	40,37
Europa Højt Udbytte	42,01	50,25	Norden	50,20	46,33
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL			Norden Indeks	59,11	63,70
• Europa Højt Udbytte - Akkumulerende, klasse DKK	40,30	48,68	Nye Markeder	-6,84	6,44
Europa Indeks	39,56	49,72	Nye Markeder - Akkumulerende KL		
Europa Indeks BNP	44,91	48,25	• Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	-5,95	7,35
Europa Small Cap	54,11	56,35	Nye Markeder Obligationer	0,80	29,54
Europæiske Obligationer	12,88	30,49	Nye Markeder Obligationer - Akk. KL		
Fjernøsten	9,22	20,33	• Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	2,80	25,00
Fjernøsten Indeks	16,98	19,55	• Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	4,24	4,90
Fonde	4,00	12,30	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	-17,91	-6,82
Globale High Yield-Obligationer	-1,38	17,38	Nye Markeder Small Cap	-0,72	16,95
Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h	-1,08	17,68	Teknologi	102,10	102,26
Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h	-0,52	0,21	Tyskland	58,59	73,48
Global Indeks	58,45	68,49	USA	68,95	95,44
Global Indeks 2	58,72	76,80	USA - Akkumulerende KL		
Global Indeks - Akkumulerende KL			• USA - Akkumulerende, klasse DKK h	38,72	54,47
• Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK	42,40	52,64	• USA, klass SEK	81,38	97,31
Global Plus	49,08	62,14	Udenlandske Obligationermarkeder	6,96	23,15
Global StockPicking	49,07	59,52	Østeuropa	-19,86	-21,97
Global StockPicking 2	49,15	59,43	Østeuropa Konvergens	1,71	-4,13

Skemaet ovenfor viser afkast på 3 og 5 års sigt. Kolonnen »5 år« måler derfor femåret 2011-2015. Afdelinger, der ikke har eksisteret mindst 3 år, er ikke med i oversigten. Udbetalte udbytter er indregnet og forudsat geninvesteret i afdelingen på udbetalingstidspunktet.

Afkast for 2015

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2015	Bench-mark 2015	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2015	Bench-mark 2015
Afrika - Akkumulerende KL			Fonde ¹⁾	-0,44	-
• Afrika, klass SEK	-20,50	-14,98	Global Højt Udbytte	7,86	8,06
• Afrika, klasse NOK	-12,60	-6,80	Global Indeks	10,14	10,66
• Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	-17,43	-11,87	Global Indeks 2	10,17	10,66
• Afrika, osuuslaji EUR	-17,27	-12,06	Global Indeks - Akkumulerende KL		
Bioteknologi	20,92	23,80	• Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK	1,15	1,20
Bond Income - Akkumulerende KL			Global Plus	11,30	9,00
• Income Obligationer	0,13	-	Global StockPicking	11,51	9,00
– Akkumulerende, klasse DKK h ¹⁾			Global StockPicking 2	11,30	9,00
• Income Obligationer	0,49	-	Global Stockpicking - Akkumulerende KL		
– Akkumulerende, klasse EUR h ¹⁾			• Global StockPicking, klasse NOK	18,03	15,27
Danmark	36,86	30,83	• Global StockPicking, osuuslaji EUR	11,02	8,76
Danmark - Akkumulerende	36,38	30,83	• Global StockPicking	11,32	9,00
Danmark Fokus	40,72	30,83	– Akkumulerende, klasse DKK		
Danmark Indeks	29,86	30,83	Globale High Yield-Obligationer	-6,94	-4,33
Danmark Indeks Small Cap	40,12	41,46	Globale High Yield-Obligationer		
Dannebrog Mellemlange Obligationer	-0,59	-0,29	– Akkumulerende KL		
Danske Indeksobligationer	2,44	2,75	• Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	-6,57	-4,02
Danske Korte Obligationer	0,02	0,04	• Global High Yield Bonds	-6,59	-4,02
Danske Lange Obligationer	-0,65	-0,36	– Accumulating, class EUR h		
Euro High Yield-Obligationer	0,44	0,42	• Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	-5,49	-2,84
Euro High Yield-Obligationer			• Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h	-6,86	-3,84
– Akkumulerende KL			Globale Lange Indeksobligationer	-2,10	-1,80
• Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	2,17	2,03	Globale Lange Indeksobligationer		
• Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h	0,76	0,91	– Akkumulerende KL		
• Euro High Yield-Obligationer	0,49	0,42	• Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	-0,18	-0,11
– Akkumulerende, klasse DKK h			• Globala Realräntor, klass SEK h	-1,90	-1,42
Euro Investment Grade-Obligationer	-1,33	-1,11	• Globale Lange Indeksobligationer	-2,11	-1,80
Europa	13,33	8,46	– Akkumulerende, klasse DKK h		
Europa - Akkumulerende KL			• Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h	-1,53	-1,26
• Europa - Akkumulerende, klasse DKK	8,52	4,40	Globale Mellemlange Indeksobligationer	-1,82	-1,25
Europa Fokus	11,43	8,46	Globale Virksomhedsobligationer	-1,44	-1,11
Europa Fokus - Akkumulerende KL	11,37	8,46	Horisont 20 - Akkumulerende KL		
Europa Højt Udbytte	10,03	8,46	• Horisont 20, klasse NOK ¹⁾	0,30	-0,09
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL			• Horisont 20, klasse NOK I ¹⁾	0,31	-0,09
• Europa Højt Udbytte	9,84	8,46	Horisont 35 - Akkumulerende KL		
– Akkumulerende, klasse DKK			• Horisont 35, klasse NOK ¹⁾	0,56	0,02
• Europe High Dividend, klasse NOK ¹⁾	7,58	5,25	Horisont 50 - Akkumulerende KL		
Europa Indeks	8,05	8,46	• Horisont 50, klasse NOK ¹⁾	0,13	0,14
Europa Indeks BNP	9,21	9,34	• Horisont 50, klasse NOK I ¹⁾	0,18	0,14
Europa Small Cap	23,32	23,80	Horisont 65 - Akkumulerende KL		
Europa Small Cap - Akkumulerende KL			• Horisont 65, klasse NOK ¹⁾	0,55	0,25
• Europa Small Cap	3,46	0,14	Horisont 80 - Akkumulerende KL		
– Akkumulerende, klasse DKK ¹⁾			• Horisont 80, klasse NOK ¹⁾	1,97	3,39
• Europe Small Cap, klasse NOK ¹⁾	20,28	18,14	• Horisont 80, klasse NOK I ¹⁾	2,06	3,39
Europæiske Obligationer	0,23	1,22	Horisont 100 - Akkumulerende K		
Fjernøsten	-3,41	1,40	• Horisont 100, klasse NOK ¹⁾	2,47	4,21
Fjernøsten Indeks	0,78	1,40	• Horisont 100, klasse NOK I ¹⁾	2,49	4,21

Afkast for 2015 (fortsat)

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2015	Benchmark 2015	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2015	Benchmark 2015
Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL			Nye Markeder Indeksobligationer ^{*)}	-9,50	-10,02
• Horisont Pension 2020, klass SEK	2,82	3,75	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL		
Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL			• Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK ^{*)}	-9,68	-10,02
• Horisont Pension 2030, klass SEK	4,57	5,73	• Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK ^{*)}	3,31	2,32
Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL			• Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR ^{*)}	-9,75	-9,98
• Horisont Pension 2040, klass SEK	4,52	5,73	• Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK ^{*)}	-11,20	-11,71
Horisont Rente Konservativ - Akkumulerende KL:			Nye Markeder Obligationer	0,85	0,24
• Horisont Rente Konservativ, klasse NOK ^{*)}	0,11	-0,07	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL		
• Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I ^{*)}	0,12	-0,07	• Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	1,63	0,74
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL			• Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	1,57	0,74
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK	-0,20	1,53	• Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	2,90	1,74
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	0,06	1,53	• Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	1,37	0,68
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	0,04	1,53	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	-8,39	-8,13
Japan	23,10	22,32	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL		
Kina	5,37	2,90	• Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	-8,65	-7,91
KlimaTrends	13,38	10,66	• Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK ^{*)}	-2,45	-5,52
Latinamerika	-20,76	-23,01	• Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akkumulerende, klasse DKK	-8,07	-8,13
Latinamerika - Akkumulerende KL			• Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK ^{*)}	-14,86	-15,35
• Latinamerika, klass SEK	-23,30	-25,73	Nye Markeder Small Cap	-5,89	3,99
• Latinamerika, klasse NOK	-15,83	-18,58	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL		
Mix - Akkumulerende ^{*)}	3,64	-	• Emerging Markets Small Cap, klasse NOK ^{*)}	-2,55	1,93
Mix Defensiv - Akkumulerende ^{*)}	2,44	-	• Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK ^{*)}	-11,87	-9,99
Mix Obligationer ^{*)}	-1,84	-	Teknologi	16,08	22,70
Mix Obligationer - Akkumulerende ^{*)}	-1,88	-	Tyskland	13,62	19,88
Mix Offensiv - Akkumulerende ^{*)}	7,39	-	Udenlandske Obligationsmarkeder ^{*)}	-1,55	-
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende ^{*)}	9,48	-	USA	8,07	12,40
Norden	18,35	15,48	USA - Akkumulerende KL		
Norden Indeks	15,27	15,48	• USA, klass SEK	4,53	8,43
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL			• USA, klasse NOK	14,80	18,87
• Nordisk Kreditobligasjon, klasse NOK h	1,29	1,49	• USA - Akkumulerende, klasse DKK h	-3,21	-0,41
• Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	-0,43	0,09	Østeuropa	-0,72	-4,78
• Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., kl DKK h	-0,58	-0,32	Østeuropa ex Rusland	-0,37	-7,55
• Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	-0,06	0,21			
Norske Korte Obligationer - Akk. KL					
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	-0,34	0,88			
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	-0,05	0,88			
Nye Markeder	-4,70	-5,02			
Nye Markeder - Akkumulerende KL					
• Global Emerging Markets, klasse NOK	0,84	0,45			
• Global Emerging Markets, osuuslaji EUR	-4,82	-5,23			
• Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	-4,30	-5,02			

Afdelingernes afkast er beregnet, efter at omkostningerne er trukket fra, men er inkl. udbytter udbetalt i 2015.

*) Intet relevant mål for markedsafkastet.

**) Siden introduktionen i 2015.

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

Udbytter for 2015

Afdelingsnavn	Acontoud- bytte (DKK pr. andel)	Restudbytte (DKK pr. andel)	Afdelingsnavn	Acontoud- bytte (DKK pr. andel)	Restudbytte (DKK pr. andel)
Bioteknologi	-	53,70	Global Plus	-	0,00
Danmark	-	45,80	Global StockPicking	-	12,10
Danmark Fokus	-	47,60	Global StockPicking 2	-	0,00
Danmark Indeks	-	37,30	Globale High Yield-Obligationer	-	0,00
Danmark Indeks Small Cap	-	0,00	Globale Lange Indeksobligationer	-	0,00
Dannebrog Mellemlange Obligationer - restudbytte	1,00	2,60	Globale Mellemlange Indeksobligationer	-	0,00
Danske Indeksobligationer	-	8,90	Globale Virksomhedsobligationer	-	4,00
Danske Korte Obligationer	-	1,70	Japan	-	0,00
Danske Lange Obligationer - restudbytte	1,10	3,30	Kina	-	35,20
Euro High Yield-Obligationer	-	3,30	Klima Trends	-	19,20
Euro Investment Grade-Obligationer	-	4,30	Latinamerika	-	0,20
Europa	-	17,10	Mix Obligationer	-	0,20
Europa Fokus	-	0,00	Norden	-	14,30
Europa Højt Udbytte	-	22,90	Norden Indeks	-	10,40
Europa Indeks	-	0,00	Nye Markeder	-	40,00
Europa Indeks BNP	-	0,00	Nye Markeder Indeksobligationer	-	0,70
Europa Small Cap	-	84,90	Nye Markeder Obligationer	-	0,00
Europæiske Obligationer	-	3,00	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	-	0,00
Fjernøsten	-	23,00	Nye Markeder Small Cap	-	36,20
Fjernøsten Indeks	-	8,90	Teknologi	-	0,00
Fonde - restudbytte	0,95	0,90	Tyskland	-	14,20
Global Højt Udbytte	-	4,30	Udenlandske Obligationermarkeder	-	2,40
Global Indeks	-	10,70	USA	-	24,40
Global Indeks 2	-	4,10	Østeuropa	-	0,00
			Østeuropa ex Rusland	-	0,00

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



Afkast frem til 14/3-2016

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato
Afrika - Akkumulerende KL		Fonde	1,09
• Afrika, klass SEK	-4,93	Global Højt Udbytte	-1,13
• Afrika, klasse NOK	-8,46	Global Indeks	-4,48
• Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	-6,35	Global Indeks 2	-4,38
• Afrika, osuuslaji EUR	-6,49	Global Indeks - Akkumulerende KL	
Bioteknologi	-25,60	• Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK	-2,61
Bond Income - Akkumulerende KL		Global Plus	-5,20
• Income Obligationer	-0,97	Global StockPicking	-5,10
– Akkumulerende, klasse DKK h		Global StockPicking 2	-5,13
• Income Obligationer	-0,93	Global Stockpicking - Akkumulerende KL	
– Akkumulerende, klasse EUR h		• Global StockPicking, klasse NOK	-7,11
Danmark	-4,66	• Global StockPicking, osuuslaji EUR	-5,11
Danmark - Akkumulerende	-4,70	• Global StockPicking	-5,14
Danmark Fokus	-4,95	– Akkumulerende, klasse DKK	
Danmark Indeks	-3,57	Globale High Yield-Obligationer	1,51
Danmark Indeks Small Cap	-5,18	Globale High Yield-Obligationer	
Dannebrog Mellemlange Obligationer	1,16	– Akkumulerende KL	
Danske Indeksobligationer	0,98	• Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,79
Danske Korte Obligationer	0,53	• Global High Yield Bonds	1,79
Danske Lange Obligationer	2,06	– Accumulating, class EUR h	
Euro High Yield-Obligationer	0,07	• Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,78
Euro High Yield-Obligationer		• Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h	1,61
– Akkumulerende KL		Globale Lange Indeksobligationer	2,47
• Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	0,22	Globale Lange Indeksobligationer	
• Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h	0,01	– Akkumulerende KL	
• Euro High Yield-Obligationer	0,08	• Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	2,72
– Akkumulerende, klasse DKK h		• Globala Realräntor, klass SEK h	2,46
Euro Investment Grade-Obligationer	1,68	• Globale Lange Indeksobligationer	2,45
Europa	-5,79	– Akkumulerende, klasse DKK h	
Europa - Akkumulerende KL		• Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h	2,49
• Europa - Akkumulerende, klasse DKK	-4,36	Globale Mellemlange Indeksobligationer	0,90
Europa Fokus	-7,62	Globale Virksomhedsobligationer	1,66
Europa Fokus - Akkumulerende KL	-7,60	Horisont 20 - Akkumulerende KL	
Europa Højt Udbytte	-3,86	• Horisont 20, klasse NOK	-0,72
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL		• Horisont 20, klasse NOK I	-0,67
• Europa Højt Udbytte	-3,81	Horisont 35 - Akkumulerende KL	
– Akkumulerende, klasse DKK		• Horisont 35, klasse NOK	-1,74
• Europe High Dividend, klasse NOK ⁽¹⁾	-5,80	Horisont 50 - Akkumulerende KL	
Europa Indeks	-5,89	• Horisont 50, klasse NOK	-2,38
Europa Indeks BNP	-6,10	• Horisont 50, klasse NOK I	-2,26
Europa Small Cap	-5,96	Horisont 65 - Akkumulerende KL	
Europa Small Cap - Akkumulerende KL		• Horisont 65, klasse NOK	-3,01
• Europa Small Cap	-5,55	Horisont 80 - Akkumulerende KL	
– Akkumulerende, klasse DKK		• Horisont 80, klasse NOK	-4,02
• Europe Small Cap, klasse NOK	-7,50	• Horisont 80, klasse NOK I	-4,20
Europæiske Obligationer	2,05	Horisont 100 - Akkumulerende K	
Fjernøsten	-4,96	• Horisont 100, klasse NOK	-5,43
Fjernøsten Indeks	-4,74	• Horisont 100, klasse NOK I	-5,36

Afkast frem til 14/3-2016

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato
Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL		Nye Markeder Indeksobligationer ¹⁾	4,72
• Horisont Pension 2020, klass SEK	-0,75	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL	
Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL		• Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK ¹⁾	4,77
• Horisont Pension 2030, klass SEK	-2,27	• Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK ¹⁾	2,60
Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL		• Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR ¹⁾	4,81
• Horisont Pension 2040, klass SEK	-2,22	• Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK ¹⁾	6,57
Horisont Rente Konservativ - Akkumulerende KL:		Nye Markeder Obligationer	2,31
• Horisont Rente Konservativ, klasse NOK ¹⁾	0,60	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL	
• Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I ¹⁾	0,65	• Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	2,40
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL		• Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	2,40
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK	0,66	• Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	2,52
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	0,71	• Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	2,29
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	0,70	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	4,02
Japan	-10,94	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL	
Kina	-9,81	• Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	3,86
KlimaTrends	-7,60	• Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK ¹⁾	1,68
Latinamerika	12,74	• Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akkumulerende, klasse DKK	3,82
Latinamerika - Akkumulerende KL		• Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK ¹⁾	5,61
• Latinamerika, klass SEK	14,22	Nye Markeder Small Cap	0,77
• Latinamerika, klasse NOK	9,96	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL	
Mix - Akkumulerende ¹⁾	-0,17	• Emerging Markets Small Cap, klasse NOK ¹⁾	-1,29
Mix Defensiv - Akkumulerende ¹⁾	0,09	• Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK ¹⁾	0,82
Mix Obligationer ¹⁾	1,07	Teknologi	-8,56
Mix Obligationer - Akkumulerende ¹⁾	1,10	Tyskland	-7,63
Mix Offensiv - Akkumulerende ¹⁾	-0,97	Udenlandske Obligationsmarkeder ¹⁾	1,56
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende ¹⁾	-1,60	USA	-2,58
Norden	-4,38	USA - Akkumulerende KL	
Norden Indeks	-4,27	• USA, klass SEK	-1,00
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL		• USA, klasse NOK	-4,69
• Nordisk Kreditobligasjon, klasse NOK h	-1,09	• USA - Akkumulerende, klasse DKK h	0,10
• Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	-1,26	Østeuropa	4,37
• Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., kl DKK h	-1,22	Østeuropa ex Rusland	2,05
• Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	-1,16		
Norske Korte Obligationer - Akk. KL			
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	0,56		
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	0,61		
Nye Markeder	1,01		
Nye Markeder - Akkumulerende KL			
• Global Emerging Markets, klasse NOK	-0,91		
• Global Emerging Markets, osuuslaji EUR	1,23		
• Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	1,22		

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

Investerings- markederne i 2015

Verdensøkonomien:

USA og euroland trækker global vækst – de nye markeder halter

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

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

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

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

Fra de nye markeder ville skuffelserne derimod nærmest ingen ende tage. Kina lagde ud med en markant svækkelse af den økonomiske vækst i første kvartal

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

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

Dermed markerede 2015 sig som året, hvor fremgangen var mest mærkbar i USA og Europa, mens de nye markeder kæmpede med at tilpasse sig til en ny

verden efter et langvarigt boom drevet af stærk efterspørgsel fra Kina, lave globale renter og rekordhøje råvarepriser. Global økonomi under ét leverede derfor endnu et år med pæn vækst, men med store regionale forskelle.

Obligationer: Centralbanker i fokus

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

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

Det globale obligationsmarked i 2015

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

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

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

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

Kreditobligationer: Store regionale forskelle

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

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

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

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

Valutamarkederne i 2015

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

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

Verdens aktiemarkeder i 2015

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

Kilde: Morgan Stanley og OMX

Sektorudviklingen på aktiemarkederne i 2015

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

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

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

Valuta: Fastkurspolitik og de store centralbanker

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

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

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

Globale aktier: Positive afkast i de udviklede markeder

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

positiv indtjeningsudvikling samt den pengepolitiske stramning.

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

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

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

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

Danske aktier: Høje afkast

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

Evaluering af forventningerne til 2015

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016

Verdensøkonomien:

Væksten fortsætter, men ikke uden forhindringer

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

centralbank komme endnu tættere på dens mål om fuld beskæftigelse, hvorfor lønstigningstakten forventes at tiltage lidt. Dermed fortsætter renteforhøjelserne i 2016. Vi forventer mellem to og fire renteforhøjelser, hvilket dog stadig betyder, de går meget stille frem.

Selvom de geopolitiske skyer ligger tungt over euro-land, ser de økonomiske udsigter pæne ud. Den fortsatte bedring i banksystemet, den lavere oliepris og den lempeligere pengepolitik hjælper godt til. Samtidig betyder flygtningekrisen paradoksalt nok, at finanspolitikken for første gang i mange år bliver lempet i forsøget på at tage imod de mange immigranter. Vi ligger dog stadig mest vægt på den tilbagevendende udlånsvækst fra bankerne, som er helt nødvendig for at sikre finansiering til virksomheder, der har lyst til at investere og ekspandere. Derfor forventer vi en økonomisk vækst omkring 2 pct. og fortsat fald i arbejdsløsheden. Derimod vurderer vi, at ECB står over for en svær opgave med at få inflationen til at stige. Arbejdsløsheden er

Kursfald i årets første måneder giver ikke anledning til nye forventninger

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

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

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

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

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

stadig meget høj, hvilket holder lønstigningstakten lav, og den fortsat faldende oliepris ligger også et nedadgående pres på inflationen. Således bliver ECB tvunget til at fastholde den meget lempelige pengepolitik, og yderligere lempelser kan bestemt ikke afvises. For året som helhed bør der altså være tale om pæn fremgang for regionen.

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

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

Slutteligt udgør den geopolitiske situation den største trussel mod det spæde opsving i euroland. Ikke alene

er relativt ekstremistiske partier på fremmarch, men flygtningekrisen presser også det paneuropæiske samarbejde. Udvikler disse politiske risici sig ugunstigt, kan det ikke alene true det økonomiske opsving, men også hele den politiske samhörighed.

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

Obligationer: Amerikanske renteforhøjelser bliver toneangivende

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

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

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

Efter et noget vanskeligt 2015 for globale indeksobligationer ser 2016 lysere ud. De effekter, som de faldende råvarepriser har haft på inflationen, vil

forsvinde i løbet af året. Kombineret med pæn økonomisk vækst medfører det lidt højere inflation, hvilket også bør medføre stigende forventet inflation i USA og dermed vende en årelang faldende trend. Ligeledes har ECB signaleret, at de gerne ser en højere inflation. Begge ECB's lempelser i 2015 var, da inflationsforventningerne faldt til meget lave niveauer. Vi forventer derfor, at inflationsforventningerne også i euroland vil være stigende.

Kreditobligationer: Høj efterspørgsel efter kreditobligationer

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

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

Vender vi os mod obligationer fra de nye markeder, ser situationen også moderat positiv ud. Med udsigt til pæn økonomisk vækst i verdensøkonomien i 2016 trods de problemer, der er i de nye markeder, og et højt kreditspænd, ser vi ingen grund til at være specielt bekymrede for obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Det er også betryggende, at obligationer fra de nye markeder set i et historisk perspektiv stadig er billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer,



vurderer vi, at der er basis for et positivt afkast på obligationer fra de nye markeder i 2016. Dog vil usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsat være stor, og at vækstnedgangen i Kina ser ud til at fortsætte. Endvidere knytter der sig stadig betydelige risici til udviklingen i olieprisen og andre råvarer samt til den tilspidsede geopolitiske situation i Mellemøsten.

Valuta: Dollar kan styrkes yderligere

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

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

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

I vores skandinaviske nabolande er der stadig store udfordringer. Norge er udfordret, fordi den norske



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

Globale aktier: Positive på europæiske akiter

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv. Den europæiske økonomi har mulighed for at overraske positivt, og den økonomiske udvikling i USA virker stabil, men den strammere pengepolitik i USA giver lidt modvind for amerikanske aktier. Med pæn økonomisk vækst, lav lønstigningstakt og lempelig pengepolitik bør indtjeningen stige i Europa, hvilket kombineret med en rimelig prisfastsættelse gør, at vi har et positivt syn på europæiske aktier. Vi forventer derfor moderat, positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger, vækstmedvind i Europa drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget.

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

Danske aktier: Fortsat udsigt til indtjeningsvækst

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

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.

Politik for samfundsansvar

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

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

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

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

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

Handlinger og vurderinger

I 2015 har vi løbende arbejdet på at sikre, at politikens principper bliver overholdt. Selvom listen af ekskluderede selskaber kun ændres ganske lidt over

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

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

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

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

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



Risici samt risikostyring

Som investor i foreningen får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer, der er på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Der er nogle risici, der især påvirker aktieafdelingerne. Andre risici har indflydelse på obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal investor selv tage højde for – er valget af afdelinger: Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for 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 risiko-

indikatoren. 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 2015. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering.

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

Afdelingens placering på 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 risikokalaen (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 risikostyrings-



elementer er afdelingernes porteføljerådgivnings- og -forvaltningsaftaler samt instrukser fra foreningens bestyrelse om investeringer, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning og adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter som for eksempel valutaterminsforretninger, der anvendes til at reducere valutarisikoen. Desuden har Danske Invest porteføljerådgivere og -forvaltere placeret i udvalgte lokale markeder.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

type beslutninger er i sagens natur forbundet med høj usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne, der kommer senere i årsrapporten, har vi for langt de fleste afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at holde afdelingens resultater op imod. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for omkostninger. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark.

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. Når investeringsstrategien er aktiv, forsøger vi at finde de bedste investeringer for at give det højest mulige afkast under

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

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

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

Risici knyttet til driften af foreningen

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

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

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

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

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

Risikostyring

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

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

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



Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

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

Eksposering mod udlandet

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

Valuta

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

Selskabsspecifikke forhold

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

Nye markeder/emerging markets

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

Modpartsrisiko

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser som f.eks. ADRs og GDRs samt ved aftaler om aktieudlån

m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser.

Event-risici

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

Særlige risici Obligationsafdelingerne

Obligationsmarkedet

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

Renterisiko

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, samtidigt med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, vil det som hovedregel betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, der investeres i. Jo lavere

varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

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

Særlige risici Aktieafdelingerne

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

Risikovillig kapital

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

Investeringsstil

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

Investeringsområde

Hvis en afdeling f.eks. har mange investeringer tilknyttet klimaområdet, kan afdelingens afkast svinge meget som følge af ændringer

i den politiske understøttelse af klimamålet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området.

Hvis en afdeling f.eks. investerer i afrikanske aktier, skal man være opmærksom på, at dette erfaringsmæssigt er forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder: Afrikanske selskaber har ikke samme fokus på corporate governance, regnskabsstandarder, revision og gennemsigtighed, som tilfældet er for selskaber på de udviklede markeder. Dette kan være en kilde til usikkerhed om den reelle værdi af investeringen i afrikanske selskaber. Mange afrikanske aktiemarkeder er forholdsvis umodne med en lav omsætning, og på visse afrikanske aktiemarkeder har aktiehandler længere afviklingstid end i Danmark, hvor der afvikles to dage efter handelsdagen. Desuden er der risiko for, at lokale forhold kan medføre, at markeder kan være lukkede i perioder. Dette kan betyde, at der periodevis ikke kan tilbydes emission eller indløsning i afdelingen. Der kan være tilfælde, hvor afdelingens depotbank ikke kan afvikle handler i de underliggende værdipapirer som aftalt. Flere afrikanske lande er genstand for politisk ustabilitet og korrupsion, og politiske ændringer kan påvirke prisfastsættelsen på afdelingens selskaber. Ligeledes kan der opstå social ustabilitet, der kan medføre, at et marked er lukket i en periode. Ekspropriation, begrænsning af muligheden for at hjemtage valuta samt indførelse af skatter og afgifter er eksempler på regulatoriske tiltag, der kan blive gennemført uden varsel. Desuden kan standarden i nogle afrikanske lande i forbindelse med opbevaring og registrering af værdipapirer være mindre pålidelig end i udviklede lande. Opbevaring af afdelingens værdipapirer sker under depotselskabets ansvar, idet der dog gælder sædvanlige force majeure-mæssige forbehold såsom følger af krig, oprør, naturkatastrofer og lignende. Risikoen for,

at selskaber overtræder foreningens politik for samfundsansvar eller anklages herfor, må anses for at være højere for sådanne afdelinger end for foreningens øvrige afdelinger. Dette skyldes, at nogle af de afrikanske lande fortsat er politisk ustabile eller gennemgår store samfundsmæssige omvæltninger. Yderligere er forhold som social og økonomisk ulighed med til at øge risikoen for, at selskaber ikke kan leve op til sædvanlige standarder for socialt ansvar.

Særlige risici Blandede afdelinger

Blandede afdelinger er påvirket af de faktorer, der påvirker såvel aktie- som obligationsafdelingerne.

Omkostninger

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 omkostningerne ved at spare op i forening i ét tal, som fremgår af nøgletalsskemaet under hvert enkelt afdelingsregnskab. Hertil kommer investors egne handelsomkostninger.

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

ÅOP 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. Fra 1. april 2015 og året ud sænkede Danske Invest desuden omkostningerne på en række afdelinger med danske korte obligationer for at imødekomme den ekstraordinære rente- og valutasisituationen, hvor renterne på danske statsobligationer var historisk lave og for denne type obligationer med kort varighed ligefrem negative.

De specialiserede aktieafdelinger er generelt dyrest at administrere. Danske Invest ligger i den billigste tredjedel blandt de danske investeringsforeninger.

Vores skøn for administrationsomkostningerne i 2016 fremgår af skemaet på side 44-45, 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 1,44 pct. i afdelingen Europa, at en investor, som ejede beviser, der i løbet af 2015 havde en gennemsnitlig kursværdi på 100.000 kroner, dækkede 1.440 kroner administrationen i afdelingen.

I »Foreningens væsentligste aftaler« under fælles noter bagest i årsrapporten beskriver vi aftaleforholdene pr. 1. januar 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. Handelsomkostningerne bliver dækket af de respektive afdelinger og dermed investorerne.

Investors egne handelsomkostninger

Det er udelukkende investorer, der køber eller sælger beviser, som har denne sidste type omkostninger. Denne omfatter investorernes kurtage til eget pengeinstitut og udgifter til Værdipapircentralen. Hertil kan komme et emissionstillæg/indløsningsfradrag, såfremt der er tale om, at afdelingen udsteder 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	34,14 pct.	65,86 pct.
Danske aktier	20,65 pct.	79,35 pct.
Udenlandske obligationer	7,20 pct.	92,80 pct.
Udenlandske aktier	1,88 pct.	98,12 pct.

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

Administrationsomkostningerne

Afdeling	Skøn 2015	Realiseret 2015	Skøn 2016	Maksimale vedtægtsmæs- sige omk.	Afdeling	Skøn 2015	Realiseret 2015	Skøn 2016	Maksimale vedtægtsmæs- sige omk.
Afrika - Akkumulerende KL					Global Plus**)	1,59	1,62	1,64	2,00
• Afrika, klass SEK	1,85	1,85	1,85	2,50	Global StockPicking	1,59	1,59	1,59	2,00
• Afrika, klasse NOK	1,85	1,85	1,85	2,50	Global StockPicking 2	1,59	1,60	1,59	2,00
• Afrika - Akkumulerende, klasse DKK**)	1,75	1,79	1,85	2,50	Global StockPicking - Akk. KL				
• Afrika, osuuslaji EUR	1,85	1,85	1,85	2,50	• Global StockPicking, Klasse NOK	1,69	1,69	1,69	2,00
Bioteknologi**)	1,10	1,11	1,12	2,00	• Global StockPicking, osuuslaji EUR	1,69	1,69	1,69	2,00
Bond Income - Akk. KL					• Global StockPicking - Akkumu- lerende, klasse DKK	1,59	1,59	1,59	2,00
• Income Obligationer - Akku- mulerende, klasse DKK h	*)	0,85	0,85	1,50	Globale High Yield-Obl.**)	1,19	1,22	1,25	1,50
• Income Obligationer - Akku- mulerende, klasse EUR h	*)	0,85	0,85	1,50	Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL				
Danmark**)	1,25	1,30	1,35	1,50	• Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,19	1,19	1,19	1,50
Danmark - Akkumulerende**)	1,25	1,30	1,35	1,50	• Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h	1,19	1,19	1,19	1,50
Danmark Fokus**)	1,55	1,58	1,60	2,00	• Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,24	1,24	1,24	1,50
Danmark Indeks**)	0,56	0,57	0,58	1,00	• Globala High Yield-obligationer, klass SEK h	1,24	1,24	1,24	1,50
Danmark Indeks Small Cap**)	0,56	0,59	0,60	2,00	Globale Lange Indeksobl.**)	0,64	0,69	0,74	2,00
Dannebrog Mellemlange Obl.**)	0,55	0,55	0,59	1,00	Globale Lange Indeksobliga- tioner - 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	0,25	0,38	1,00	• Globala Realräntor, klass SEK h	0,69	0,69	0,69	2,00
Danske Lange Obligationer**)	0,55	0,57	0,60	1,00	• Globale Lange Indeksobliga- tioner - Akk., kl. DKK h**)	0,64	0,69	0,74	2,00
Euro High Yield-Obligationer**)	1,09	1,13	1,15	1,50	• Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h	0,69	0,69	0,69	2,00
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL					Globale Melleml. Indeksobl.**)	0,64	0,69	0,74	2,00
• Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,14	1,14	1,14	1,50	Globale Virksomhedsobl.	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 - Akk. KL				
• Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h**)	1,09	1,12	1,15	1,50	• Horisont 20, klasse NOK	*)	0,90	0,90	1,50
Euro Investment Grade-Obliga- tioner**)	0,74	0,78	0,84	1,50	• Horisont 20, klasse NOK I	*)	0,70	0,70	1,50
Europa**)	1,39	1,44	1,50	2,00	Horisont 35 - Akk. KL				
Europa - Akkumulerende KL					• Horisont 35, klasse NOK	*)	1,10	1,10	1,50
• Europa - Akk., klasse DKK h**)	1,39	1,45	1,50	2,00	Horisont 50 - Akk. KL				
Europa Fokus**)	1,59	1,62	1,64	2,00	• Horisont 50, klasse NOK	*)	1,25	1,25	1,50
Europa Fokus - Akk. KL**)	1,59	1,61	1,63	2,00	• Horisont 50, klasse NOK I	*)	1,10	1,10	1,50
Europa Højt Udbytte**)	1,59	1,65	1,65	2,00	Horisont 65 - Akk. KL				
Europa Højt Udbytte - Akk. KL					• Horisont 65, klasse NOK	*)	1,40	1,40	2,00
• Europa Højt Udbytte - Akk., klasse DKK**)	1,59	1,64	1,64	2,00	Horisont 80 - Akk. KL				
• Europe High Dividend, klasse NOK	*)	1,74	1,74	2,00	• Horisont 80, klasse NOK	*)	1,55	1,55	2,00
Europa Indeks**)	0,60	0,62	0,63	1,00	• Horisont 80, klasse NOK I	*)	1,45	1,45	2,00
Europa Indeks BNP**)	0,60	0,64	0,65	1,00	Horisont 100 - Akk. KL				
Europa Small Cap**)	1,59	1,61	1,64	2,00	• Horisont 100, klasse NOK	*)	1,80	1,80	2,50
Europa Small Cap - Akk. KL					• Horisont 100, klasse NOK I	*)	1,50	1,50	2,50
• Europa Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK	*)	1,64	1,64	2,00	Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL				
• Europe Small Cap, klasse NOK	*)	1,69	1,69	2,00	• Horisont Pension 2020, klass SEK	1,18	1,18	1,18	2,00
Europæiske Obligationer**)	0,71	0,76	0,81	1,50	Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL				
Fjernøsten**)	1,59	1,64	1,71	2,00	• Horisont Pension 2030, klass SEK	1,38	1,38	1,38	2,00
Fjernøsten Indeks**)	0,60	0,61	0,62	1,00	Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL				
Fonde	0,55	0,55	0,55	1,00					
Global Højt Udbytte**)	1,59	1,62	1,64	2,00					
Global Indeks**)	0,60	0,61	0,62	1,00					
Global Indeks 2**)	0,60	0,61	0,62	1,00					
Global Indeks - Akk. KL									
• Global Indeks - Akkumule- rende, klasse DKK h**)	0,60	0,61	0,62	1,00					

Administrationsomkostningerne

Afdeling	Skøn 2015	Realiseret 2015	Skøn 2016	Maksimale vedtægtsmæssige omk.	Afdeling	Skøn 2015	Realiseret 2015	Skøn 2016	Maksimale vedtægtsmæssige omk.
• Horisont Pension 2040, klass SEK	1,38	1,38	1,38	2,00	Nye Markeder Indeksobl.	*)	1,19	1,19	2,00
Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL					Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL				
• Horisont Rente Konservativ, klasse NOK	*)	0,50	0,50	1,00	• Nye Markeder Indeksobligationer – Akk., klasse DKK	*)	1,19	1,19	2,00
• Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I	*)	0,35	0,35	1,00	• Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK	*)	1,24	1,24	2,00
Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL					• Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR	*)	1,24	1,24	2,00
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK	0,74	0,74	0,74	1,00	• Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK	*)	1,24	1,24	2,00
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	0,50	0,50	0,50	1,00	Nye Markeder Obligationer**)	1,04	1,09	1,14	1,50
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	0,53	0,53	0,53	1,00	Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL				
Japan**) Kina	1,39 1,59	1,47 1,59	1,54 1,59	2,00 2,00	• Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	1,04	1,04	1,04	1,50
KlimaTrends**)	1,59	1,61	1,64	2,00	• Emerging Markets Debt Hard Currency – Acc. class EUR h	1,04	1,04	1,04	1,50
Latinamerika**)	1,62	1,67	1,75	2,00	• Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	1,09	1,09	1,09	1,50
Latinamerika – Akk. KL					• Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	1,09	1,09	1,09	1,50
• Latinamerika, klass SEK	1,73	1,72	1,72	2,00	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta**)	1,09	1,13	1,21	2,00
• Latinamerika, klasse NOK	1,73	1,72	1,72	2,00	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akk. KL				
Mix – Akkumulerende**)	1,04	1,09	1,14	2,00	• Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	1,24	1,24	1,24	1,50
Mix Defensiv – Akk.**)	0,95	1,00	1,05	2,00	• Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK	*)	1,24	1,24	1,50
Mix Obligationer	0,80	0,80	0,80	1,50	• Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akk, klasse DKK**)	1,09	1,14	1,21	1,50
Mix Obligationer – Akk.	0,80	0,80	0,80	2,00	• Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK	*)	1,24	1,24	1,50
Mix Offensiv – Akk.**)	1,16	1,23	1,29	2,00	Nye Markeder Small Cap**)	1,59	1,66	1,76	2,00
Mix Offensiv Plus – Akk.**)	1,26	1,33	1,38	2,00	Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL				
Norden	1,59	1,61	1,61	2,00	• Emerging Markets Small Cap, klasse NOK	*)	1,93	1,93	2,50
Norden Indeks**)	0,60	0,62	0,63	1,00	• Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK	*)	1,74	1,74	2,50
Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL					Teknologi**)	1,59	1,61	1,64	2,00
• Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	0,89	0,89	0,89	1,50	Tyskland**)	1,59	1,64	1,69	2,00
• Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	0,89	0,89	0,89	1,50	Udenlandske Obligationsmarkeder	1,04	1,04	1,04	1,50
• Nordiske Virksomhedsobl. – Akk., kl DKK h**)	0,88	0,93	0,98	1,50	USA**)	1,39	1,42	1,45	2,00
• Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	0,89	0,89	0,89	1,50	USA – Akkumulerende KL				
Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL					• USA, klass SEK	1,49	1,49	1,49	2,00
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	0,43	0,43	0,43	1,00	• USA, klasse NOK	1,49	1,49	1,49	2,00
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	0,15	0,15	0,15	1,00	• USA – Akkumulerende, klasse DKK h**)	1,39	1,42	1,45	2,00
Nye Markeder**)	1,56	1,62	1,71	2,00	Østeuropa**)	1,66	1,71	1,77	2,00
Nye Markeder – Akk. KL					Østeuropa ex Rusland**)	1,59	1,66	1,69	2,00
• Global Emerging Markets, klasse NOK	1,92	1,94	1,94	2,00					
• Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR	1,92	1,94	1,94	2,00					
• Nye Markeder – Akk., kl. DKK**)	1,56	1,62	1,71	2,00					

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

*) Stiftet i 2015. Omkostningerne for 2015 er omregnet til helår. **) Omkostningerne er sat op pr. 1. juli 2015 i forbindelse med fjernelse af tegningsprovisionen. ***) Afdelinger som har haft midlertidig prisnedsættelse i 2015.

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

Fund governance

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

Se fund governance-politikken på vores hjemmeside under

http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=fund_governance-politik.pdf



Bestyrelse og direktion

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

Bestyrelsens honorar for arbejdet i foreningen i 2015 udgjorde 1.023.859 kroner mod 894.448 kroner i 2014. Bestyrelsen er ikke omfattet af optionsordninger eller lignende. Honoraret for et menigt bestyrelsesmedlem udgjorde 107.775 kroner mod 97.135 kroner i 2014, næstformandsposten blev honoreret med 161.662 mod 145.702 kroner i 2014, og formandsposten blev honoreret med 323.324 kroner mod 291.404 kroner i 2014.

Det samlede bestyrelseshonorar er 129.411 kroner højere end i 2014.

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

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

Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

Bestyrelse

Jørn Ankær Thomsen, formand

Advokat (H)
Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel
Født 1945, indvalgt i bestyrelsen 1990

Bestyrelsesformand for:
Aktieselskabet SCHOUW & CO.
samt fire datterselskaber
FM.J. A/S samt to datterselskaber
Givesco A/S samt fire datterselskaber
Kildebjerg Ry A/S
Leighton Foods A/S
Løgten Midt A/S
Søndergaard Give A/S
Th. C. Carlsen, Løgten A/S samt to
datterselskaber

Bestyrelsesnæstformand for:
Jens Eskildsen og Hustru Mary
Antonie Eskildsens Mindefond

Medlem af bestyrelsen for:
Dan Cake A/S
Danske Invest Management A/S
Jacobsens Bakery Ltd. A/S
Købmand Th. C. Carlsens Mindefond

Direktør for:
Advokatanpartsselskabet Jørn Ankær
Thomsen
Galten Midtpunkt ApS
Perlusus ApS

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

Agnete Raaschou-Nielsen, næstformand

Direktør, lic.polit.
Født 1957, indvalgt i bestyrelsen 2003

Bestyrelsesformand for:
Arkil Holding A/S samt et datterselskab
Brdr. Hartmann A/S

Bestyrelsesnæstformand for:
Dalhoff Larsen & Horneman A/S
Solar A/S

Medlem af bestyrelsen for:
Aktieselskabet SCHOUW & CO.
Danske Invest Management A/S
Icopal Holding A/S samt to
datterselskaber
Novozymes A/S

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

Lars Fournais

Direktør, cand.merc.
Født 1953, indvalgt i bestyrelsen 2004

Bestyrelsesformand for:
Aarhus Elite A/S
LAKexperten Plus ApS

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

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

Bo Hølse

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

Bestyrelsesformand for:
Callie Invest A/S
DK Kapital A/S
Svend Andresens Familiefond

Medlem af bestyrelsen for:
Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel
DCH International A/S

Særlige kompetencer
Bo Hølse har erfaring med retlig
regulering af finansielle virksomheder
og finansielle produkter.

Birgitte Brinch Madsen

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

Medlem af bestyrelsen for:

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

Særlige kompetencer

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

Walther V. Paulsen

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

Medlem af bestyrelsen for:

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

Særlige kompetencer

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

Jens Peter Toft

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

Bestyrelsesformand for:

Mipsalus Holding ApS samt et datterselskab

Bestyrelsesnæstformand for:

M. Goldschmidt Holding A/S

Medlem af bestyrelsen for:

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

Medlem af investeringskomitéen for:

GRO Capital

Særlige kompetencer

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

Direktion

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

Administrerende direktør, cand.polit.

Næstformand for:

InvesteringsFondsBranchen (IFB)

Medlem af bestyrelsen for:

Verdipapirfondenes forening, Norge (VVF)

Finn Kjærgård

Vicedirektør, cand.oecon.

Medlem af bestyrelsen for:

FundConnect A/S

Lone Mortensen

Afdelingsdirektør, cand.scient.pol.

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

Ledespåtegning

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

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

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

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 15. marts 2016

Danske Invest Management A/S

Direktion

Morten Rasten
Administrerende direktør

Finn Kjærgård
Vicedirektør

Lone Mortensen
Afdelingsdirektør

Bestyrelse

Jørn Ankær Thomsen
Formand

Agnete Raaschou-Nielsen
Næstformand

Lars Fournais

Bo Hølse

Birgitte Brinch Madsen

Walther V. Paulsen

Jens Peter Toft

Den uafhængige revisors erklæringer

Til investorerne i Investeringsforeningen Danske Invest

Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Danske Invest for regnskabsåret, der slutter 31. december 2015 og omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter, samt fællesnote, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

Revisors ansvar

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

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Udtalelse om ledelsesberetningen

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

København, den 15. marts 2016

Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 30 70 02 28

Lars Rhod Søndergaard
Statsaut. revisor

Ole Karstensen
Statsaut. revisor

Afrika – Akkumulerende KL

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

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

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

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

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

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

Afrika – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	55	37
2 Renteudgifter	2	9
3 Udbytter	9.098	10.276
I alt renter og udbytter	9.151	10.303
Kursgevinster og -tab:		
4 Kapitalandele	÷43.894	9.886
Valutakonti	890	1.119
Øvrige aktiver/passiver	48	10
5 Handelsomkostninger	÷1.109	÷1.388
I alt kursgevinster og -tab	÷44.065	9.626
I alt indtægter	÷34.913	19.929
6 Administrationsomkostninger	4.778	6.008
Resultat før skat	÷39.691	13.921
7 Skat	987	1.122
Årets nettoresultat	÷40.679	12.799
Overskudsdisponering		
Overført til formuen	÷40.679	12.799
I alt disponeret	÷40.679	12.799

Balance		
	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	11.200	23.378
I alt likvide midler	11.200	23.378
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	187.200	292.747
I alt kapitalandele	187.200	292.747
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	0	290
I alt andre aktiver	0	290
Aktiver i alt	198.400	316.415
Passiver		
8 Medlemmernes formue	194.679	314.542
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	18	254
Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.704	1.619
I alt anden gæld	3.722	1.873
Passiver i alt	198.400	316.415

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	3.414	34.956	÷21.986	12.799	÷40.679
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,00	0,20	0,42	0,27	0,20
Medlemmernes formue (t.DKK)	187.893	253.932	330.665	314.542	194.679

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Afrika – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	55	37
I alt renteindtægter	55	37
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	2	9
I alt renteudgifter	2	9
NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.098	10.276
I alt udbytter	9.098	10.276
NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷ 43.894	9.886
Valutakonti	890	1.119
Øvrige aktiver/passiver	48	10
Handelsomkostninger	÷ 1.109	÷ 1.388
I alt kursgevinster og -tab	÷ 44.065	9.626
NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.443	÷ 1.864
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	333	476
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 1.109	÷ 1.388

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	42	11
Managementhonorar	4.279	0	5.367	0
Fast administrationshonorar	499	0	588	0
I alt opdelte adm.omk.	4.778	0	5.996	11
I alt adm.omkostninger		4.778		6.008

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	987	1.122
I alt skat	987	1.122

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		314.542		330.665
Emissioner i året		23.355		56.570
Indløsninger i året		÷ 103.345		÷ 86.377
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		806		884
Overførsel af periodens resultat		÷ 40.679		12.799
I alt medlemmernes formue		194.679		314.542
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN			2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			96,2	93,1
I alt finansielle instrumenter			96,2	93,1
Øvrige aktiver og passiver			3,8	6,9
I alt			100,0	100,0

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

Afrika, klass SEK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 20,50 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt med 14,98 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men beskedent, afkast. Det skyldes blandt andet lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel samt svækkede valutakurser.

Markedet

De afrikanske aktiemarkeder faldt generelt i 2015, hvilket var drevet af faldende råvarepriser, svag økonomisk vækst og en svækkelse af den sydafrikanske rand, som udløste et fald på det sydafrikanske aktiemarked. Det kenyanske marked faldt oven på en svækkelse af den kenyanske shilling og tiltagende makroøkonomisk uro, mens det egyptiske marked faldt, da investorernes tillid blev svækket af bekymringer om valutamangel og den faldende oliepris. Denne udvikling påvirkede samtidigt tilliden hos de regionale investorer, og det medførte potentielt mindre støtte fra den arabiske samarbejdsorganisation Gulf Cooperation Council. Det nigerianske marked faldt, da det globale fald i olieprisen påvirkede tilliden til Nigeria, og samtidig led investorernes tillid et knæk, da landet efter parlamentsvalget stod uden nogen fast økonomisk politik. Det marokkanske marked faldt kun marginalt i 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 5,52 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog vores positioner inden for telekommunikation positivt til det relative afkast. Vores nulvægt af Global Telecom Holding bidrog ligeledes positivt, da aktien faldt kraftigt, mens vores overvægt i selskabet Safaricom gav et positivt bidrag, da stærk indtjening og driftsresultater fik aktien til at stige. Vores overvægt inden for industrisektoren trak mest ned i det relative afkast, og vores positioner inden for energi trak også ned på grund af den faldende oliepris. Specielt vores overvægt i selskabet Anadarko Petroleum Corporation bidrog meget negativt til det relative afkast. Vores positioner inden for finans bidrog negativt, hvilket især skyldtes overvægten i Egyptian Financial Group-Hermes, der faldt på grund af udsigterne til faldende indstrømning af kapital til Egypten.

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50 til dels på grund af et "smalt" benchmark. Årets afkast i forhold til benchmark viser, at andelsklassen har en tilstrækkelig aktivitet til potentielt at opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2012

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in SEK65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in SEK

Fondskode: DK0060485951

Porteføljeraðgiver: Investec

Landefordeling

Sydafrika	29,0%
Nigeria	23,5%
Kenya	14,9%
Egypten	14,6%
Danmark	5,7%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,47
Standardafvigelse	11,39
Active share	45,01

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Afrika, klass SEK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Set i et globalt perspektiv kan yderligere usikkerhed om den økonomiske opbremsning i Kina fortsat påvirke råvarepriserne og råvarerelaterede valutaer negativt. En stramning af pengepolitikken i USA kan desuden styrke USD yderligere og lægge pres på de afrikanske valutaer. En sådan udvikling risikerer fortsat at påvirke aktiekurserne. Når det er sagt, så vurderer vi, at de afrikanske valutaer aktuelt handles på et lavt niveau, og det nuværende pres bør aftage med tiden. Andelsklassen er primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika er de primære risikofaktorer fortsat udsigten til lav økonomisk vækst, en stramning af pengepolitikken samt en skrøbelig valuta. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med mange indenlandske aktiviteter. Den lave oliepris udgør fortsat en risiko for Nigeria, da den lægger pres på betalingsbalancen og statsbudgettet, og en lavere valutaindstømning på grund af den lave oliepris kan også føre til en devaluering af den nigerianske naira. Derudover lægger lav lønvækst fortsat pres på privatforbruget, og manglen på udenlandsk valuta kan påvirke selskabernes indtjening. I Egypten kan manglen på valutaindstømning tvinge landet til en devaluering. På den anden side forventer vi fortsat stigende investeringer i infrastruktur og opstart af projekter, hvilket bør øge den økonomiske vækst og være godt for vores investeringer inden for byggeri. Kenya er fortsat eksponeret mod valutarisici som følge af landets store underskud på betalingsbalancen og statsbudgettet samt problemer med skrøbelige offentlige finanser. Selvom renten er blevet forhøjet for at dæmme op for en svækkelse af valutaen, kan det få indvirkning på andelsklassens bankinvesteringer i Kenya. Når det er sagt, så kan Kenya stadigvæk bryste sig af robust økonomisk vækst, hvilket bør understøtte vækst i selskabernes indtjening.

Forventninger til markedet samt strategi

Investeringer i Afrika forventes at blive påvirket af den globale økonomiske udvikling. Specielt udviklingen i råvarepriserne kan få betydning for Afrikas økonomiske vækstudsigt, men også størrelsen og antallet af renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank vil blive fulgt nøje.

I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst andre steder i og uden for Afrika. Det er med til at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Som følge af de svære driftsbetingelser i Nigeria, har vi begrænset vores eksponering mod forbrugerorienterede virksomheder, og vi investerer aktuelt i globale kvalitetsbrands. Vi har også investeret i det, vi anser som kvalitetsbanker med lav risikovillighed. Derudover vurderer vi, at der er et stort kurspotentiale i vores aktier, da de aktuelt handles på lave niveauer. Vi har en stor eksponering mod egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Disse investeringer bør nyde godt af det stigende antal nye projekter, der er indledt. Vi mener, at vores portefølje af kenyanske selskaber grundlæggende er sunde og står til at nyde godt af landets gode økonomi. Selskaberne leverer desuden fortsat gode driftsresultater.

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	1,47	÷3,25	10,93	÷20,50
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	8,34	÷14,98
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	101,47	98,17	108,90	86,58
Nettoreultat (t.DKK)*	-	441	÷1.383	718	÷5.936
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,89	1,88	1,86	1,85
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	20.989	24.907	33.556	26.638
Antal andele	-	237.779	300.962	391.969	377.590
Stykstørrelse i SEK	-	100	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷5.320	1.289
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	616	571
Klassens resultat	÷5.936	718
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	33.556	24.907
Emissioner i året	9.227	16.588
Indløsninger i året	÷10.333	÷8.814
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	125	157
Overførsel af periodens resultat	÷5.936	718
Medlemmernes formue ultimo	26.638	33.556
Antal andele		
Andele primo året	391.969	300.962
Emissioner i året	105.470	192.431
Indløsninger i året	÷119.850	÷101.424
Andele ultimo året	377.590	391.969

Afrika, klasse NOK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i 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 af formuen kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de afrikanske aktiemarkeder, hvilket erfaringsmæssigt er forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 12,60 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 6,80 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast. Det skyldes blandt andet lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel samt svækkede valutakurser.

Markedet

De afrikanske aktiemarkeder faldt generelt i 2015, hvilket var drevet af faldende råvarepriser, svag økonomisk vækst og en svækkelse af den sydafrikanske rand, som udløste et fald på det sydafrikanske aktiemarked. Det kenyanske marked faldt oven på en svækkelse af den kenyanske shilling og tiltagende makroøkonomisk uro, mens det egyptiske marked faldt, da investorernes tillid blev svækket af bekymringer om valutamangel og den faldende oliepris. Denne udvikling påvirkede samtidigt tilliden hos de regionale investorer, og det medførte potentielt mindre støtte fra den arabiske samarbejdsorganisation Gulf Cooperation Council. Det nigerianske marked faldt, da det globale fald i olieprisen påvirkede tilliden til Nigeria, og samtidig led investorernes tillid et knæk, da landet efter parlamentsvalget stod uden nogen fast økonomisk politik. Det marokkanske marked faldt kun marginalt i 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 5,80 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog vores positioner inden for telekommunikation positivt til det relative afkast. Vores nulvægt af Global Telecom Holding bidrog ligeledes positivt, da aktien faldt kraftigt, mens vores overvægt i selskabet Safaricom gav et positivt bidrag, da stærk indtjening og driftsresultater fik aktien til at stige. Vores overvægt inden for industrisektoren trak mest ned i det relative afkast, og vores positioner inden for energi trak også ned på grund af den faldende oliepris. Specielt vores overvægt i selskabet Anadarko Petroleum Corporation bidrog meget negativt til det relative afkast. Vores positioner inden for finans bidrog negativt, hvilket især skyldtes overvægten i Egyptian Financial Group-Hermes, der faldt på grund af udsigterne til faldende indstrømning af kapital til Egypten.

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50 til dels på grund af et "smalt" benchmark. Årets afkast i forhold til benchmark viser, at andelsklassen har en tilstrækkelig aktivitet til potentielt at opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 6

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

Fondskode: DK0060516938

Porteføljeradgiver: Investec

Landefordeling

Sydafrika	29,0%
Nigeria	23,5%
Kenya	14,9%
Egypten	14,6%
Danmark	5,7%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,01
Standardafvigelse	10,07
Active share	45,01

Måleperiode: Okt. 2013 til dec. 2015

Afrika, klasse NOK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Set i et globalt perspektiv kan yderligere usikkerhed om den økonomiske opbremsning i Kina fortsat påvirke råvarepriserne og råvarerelaterede valutaer negativt. En stramning af pengepolitikken i USA kan desuden styrke USD yderligere og lægge pres på de afrikanske valutaer. En sådan udvikling risikerer fortsat at påvirke aktiekurserne. Når det er sagt, så vurderer vi, at de afrikanske valutaer aktuelt handles på et lavt niveau, og det nuværende pres bør aftage med tiden. Andelsklassen er primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika er de primære risikofaktorer fortsat udsigten til lav økonomisk vækst, en stramning af pengepolitikken samt en skrøbelig valuta. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med mange indenlandske aktiviteter. Den lave oliepris udgør fortsat en risiko for Nigeria, da den lægger pres på betalingsbalancen og statsbudgettet, og en lavere valutaindstømning på grund af den lave oliepris kan også føre til en devaluering af den nigerianske naira. Derudover lægger lav lønvækst fortsat pres på privatforbruget, og manglen på udenlandsk valuta kan påvirke selskabernes indtjening. I Egypten kan manglen på valutaindstømning tvinge landet til en devaluering. På den anden side forventer vi fortsat stigende investeringer i infrastruktur og opstart af projekter, hvilket bør øge den økonomiske vækst og være godt for vores investeringer inden for byggeri. Kenya er fortsat eksponeret mod valutarisici som følge af landets store underskud på betalingsbalancen og statsbudgettet samt problemer med skrøbelige og fentlige finanser. Selvom renten er blevet forhøjet for at dæmme op for en svækkelse af valutaen, kan det få indvirkning på andelsklassens bankinvesteringer i Kenya. Når det er sagt, så kan Kenya stadigvæk bryste sig af robust økonomisk vækst, hvilket bør understøtte vækst i selskabernes indtjening.

Forventninger til markedet samt strategi

Investeringer i Afrika forventes at blive påvirket af den globale økonomiske udvikling. Specielt udviklingen i råvarepriserne kan få betydning for Afrikas økonomiske vækstudsigter, men også størrelsen og antallet af renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank vil blive fulgt nøje.

I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst andre steder i og uden for Afrika. Det er med til at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Som følge af de svære driftsbetingelser i Nigeria, har vi begrænset vores eksponering mod forbrugerorienterede virksomheder, og vi investerer aktuelt i globale kvalitetsbrands. Vi har også investeret i det, vi anser som kvalitetsbanker med lav risikovillighed. Derudover vurderer vi, at der er et stort kurspotentiale i vores aktier, da de aktuelt handles på lave niveauer. Vi har en stor eksponering mod egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Disse investeringer bør nyde godt af det stigende antal nye projekter, der er indledt. Vi mener, at vores portefølje af kenyanske selskaber grundlæggende er sunde og står til at nyde godt af landets gode økonomi. Selskaberne leverer desuden fortsat gode driftsresultater.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	1,52	12,65	÷12,60
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	13,05	÷6,80
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	101,52	114,36	99,95
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	÷108	623	÷3.712
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,86	1,86	1,86
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	15.026	18.538	16.388
Antal andele	-	-	165.852	197.498	211.248
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷3.348	951
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	364	328
Klassens resultat	÷3.712	623
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	18.538	15.026
Emissioner i året	2.983	3.108
Indløsninger i året	÷1.450	÷239
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	28	21
Overførsel af periodens resultat	÷3.712	623
Medlemmernes formue ultimo	16.388	18.538
Antal andele		
Andele primo året	197.498	165.852
Emissioner i året	29.624	34.226
Indløsninger i året	÷15.874	÷2.580
Andele ultimo året	211.248	197.498

Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 17,43 pct., mens benchmark faldt 11,87 pct. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast. Det skyldes blandt andet lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel samt svækkede valutakurser.

Markedet

De afrikanske aktiemarkeder faldt generelt i 2015, hvilket var drevet af faldende råvarepriser, svag økonomisk vækst og en svækkelse af den sydafrikanske rand, som udløste et fald på det sydafrikanske aktiemarked. Det kenyanske marked faldt oven på en svækkelse af den kenyanske shilling og tiltagende makroøkonomisk uro, mens det egyptiske marked faldt, da investorernes tillid blev svækket af bekymringer om valutamangel og den faldende oliepris. Denne udvikling påvirkede samtidigt tilliden hos de regionale investorer, og det medførte potentielt mindre støtte fra den arabiske samarbejdsorganisation Gulf Cooperation Council. Det nigerianske marked faldt, da det globale fald i olieprisen påvirkede tilliden til Nigeria, og samtidig led investorernes tillid et knæk, da landet efter parlamentsvalget stod uden nogen fast økonomisk politik. Det marokkanske marked faldt kun marginalt i 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 5,56 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog vores positioner inden for telekommunikation positivt til det relative afkast. Vores nulvægt af Global Telecom Holding bidrog ligeledes positivt, da aktien faldt kraftigt, mens vores overvægt i selskabet Safaricom gav et positivt bidrag, da stærk indtjening og driftsresultater fik aktien til at stige. Vores overvægt inden for industrisektoren trak mest ned i det relative afkast, og vores positioner inden for energi trak også ned på grund af den faldende oliepris. Specielt vores overvægt i selskabet Anadarko Petroleum Corporation bidrog meget negativt til det relative afkast. Vores positioner inden for finans bidrog negativt, hvilket især skyldtes overvægten i Egyptian Financial Group-Hermes, der faldt på grund af udsigterne til faldende indstrømning af kapital til Egypten. Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50 til dels på grund af et "smalt" benchmark. Årets afkast i forhold til benchmark viser, at andelsklassen har en tilstrækkelig aktivitet til potentielt at opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Andelsklassens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2011

Risikoindikator (1-7): 6

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

Fondskode: DK0060356715

Porteføljerrådgiver: Investec

Landefordeling

Sydafrika	29,0%
Nigeria	23,5%
Kenya	14,9%
Egypten	14,6%
Danmark	5,7%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,63
Standardafvigelse	11,80
Active share	45,01

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Set i et globalt perspektiv kan yderligere usikkerhed om den økonomiske opbremsning i Kina fortsat påvirke råvarepriserne og råvarerelaterede valutaer negativt. En stramning af pengepolitikken i USA kan desuden styrke USD yderligere og lægge pres på de afrikanske valutaer. En sådan udvikling risikerer fortsat at påvirke aktiekurserne. Når det er sagt, så vurderer vi, at de afrikanske valutaer aktuelt handles på et lavt niveau, og det nuværende pres bør aftage med tiden. Andelsklassen er primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika er de primære risikofaktorer fortsat udsigten til lav økonomisk vækst, en stramning af pengepolitikken samt en skrøbelig valuta. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med mange indenlandske aktiviteter. Den lave oliepris udgør fortsat en risiko for Nigeria, da den lægger pres på betalingsbalancen og statsbudgettet, og en lavere valutaindstømning på grund af den lave oliepris kan også føre til en devaluering af den nigerianske naira. Derudover lægger lav lønvækst fortsat pres på privatforbruget, og manglen på udenlandsk valuta kan påvirke selskabernes indtjening. I Egypten kan manglen på valutaindstømning tvinge landet til en devaluering. På den anden side forventer vi fortsat stigende investeringer i infrastruktur og opstart af projekter, hvilket bør øge den økonomiske vækst og være godt for vores investeringer inden for byggeri. Kenya er fortsat eksponeret mod valutarisici som følge af landets store underskud på betalingsbalancen og statsbudgettet samt problemer med skrøbelige offentlige finanser. Selvom renten er blevet forhøjet for at dæmme op for en svækkelse af valutaen, kan det få indvirkning på andelsklassens bankinvesteringer i

Kenya. Når det er sagt, så kan Kenya stadigvæk bryste sig af robust økonomisk vækst, hvilket bør understøtte vækst i selskabernes indtjening.

Forventninger til markedet samt strategi

Investeringer i Afrika forventes at blive påvirket af den globale økonomiske udvikling. Specielt udviklingen i råvarepriserne kan få betydning for Afrikas økonomiske vækstudsigter, men også størrelsen og antallet af renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank vil blive fulgt nøje.

I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst andre steder i og uden for Afrika. Det er med til at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Som følge af de svære driftsbetingelser i Nigeria, har vi begrænset vores eksponering mod forbrugerorienterede virksomheder, og vi investerer aktuelt i globale kvalitetsbrands. Vi har også investeret i det, vi anser som kvalitetsbanker med lav risikovillighed. Derudover vurderer vi, at der er et stort kurspotentiale i vores aktier, da de aktuelt handles på lave niveauer. Vi har en stor eksponering mod egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Disse investeringer bør nyde godt af det stigende antal nye projekter, der er indledt. Vi mener, at vores portefølje af kenyanske selskaber grundlæggende er sunde og står til at nyde godt af landets gode økonomi. Selskaberne leverer desuden fortsat gode driftsresultater.

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)*	2,12	18,17	÷6,13	3,76	÷17,43
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	4,56	÷11,87
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,12	120,67	113,27	117,53	97,05
Nettoreultat (t.DKK)*	3.414	33.458	÷15.044	7.221	÷26.269
Administrationsomkostninger (pct.)	1,81	1,79	1,76	1,76	1,79
ÅOP	2,70	2,44	2,69	2,51	2,39
Medlemmernes formue (t.DKK)	187.893	207.564	220.266	179.599	116.660
Antal andele	1.840.000	1.720.050	1.944.600	1.528.130	1.202.076
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷23.417	10.631
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.853	3.410
Klassens resultat	÷26.269	7.221
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	179.599	220.266
Emissioner i året	0	923
Indløsninger i året	÷36.907	÷49.121
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	237	311
Overførsel af periodens resultat	÷26.269	7.221
Medlemmernes formue ultimo	116.660	179.599
Antal andele		
Andele primo året	1.528.130	1.944.600
Emissioner i året	0	8.000
Indløsninger i året	÷326.054	÷424.470
Andele ultimo året	1.202.076	1.528.130

Afrikka, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i 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 af formuen kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de afrikanske aktiemarkeder, hvilket erfaringsmæssigt er forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 17,27 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt med 12,06 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men beskedent, afkast. Det skyldes blandt andet lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel samt svækkede valutakurser.

Markedet

De afrikanske aktiemarkeder faldt generelt i 2015, hvilket var drevet af faldende råvarepriser, svag økonomisk vækst og en svækkelse af den sydafrikanske rand, som udløste et fald på det sydafrikanske aktiemarked. Det kenyanske marked faldt oven på en svækkelse af den kenyanske shilling og tiltagende makroøkonomisk uro, mens det egyptiske marked faldt, da investorernes tillid blev svækket af bekymringer om valutamangel og den faldende oliepris. Denne udvikling påvirkede samtidigt tilliden hos de regionale investorer, og det medførte potentielt mindre støtte fra den arabiske samarbejdsorganisation Gulf Cooperation Council. Det nigerianske marked faldt, da det globale fald i olieprisen påvirkede tilliden til Nigeria, og samtidig led investorernes tillid et knæk, da landet efter parlamentsvalget stod uden nogen fast økonomisk politik. Det marokkanske marked faldt kun marginalt i 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 5,21 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektorplan bidrog vores positioner inden for telekommunikation positivt til det relative afkast. Vores nulvægt af Global Telecom Holding bidrog ligeledes positivt, da aktien faldt kraftigt, mens vores overvægt i selskabet Safaricom gav et positivt bidrag, da stærk indtjening og driftsresultater fik aktien til at stige. Vores overvægt inden for industrisektoren trak mest ned i det relative afkast, og vores positioner inden for energi trak også ned på grund af den faldende oliepris. Specielt vores overvægt i selskabet Anadarko Petroleum Corporation bidrog meget negativt til det relative afkast. Vores positioner inden for finans bidrog negativt, hvilket især skyldtes overvægten i Egyptian Financial Group-Hermes, der faldt på grund af udsigterne til faldende indstrømning af kapital til Egypten.

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50 til dels på grund af et "smalt" benchmark. Årets afkast i forhold til benchmark viser, at andelsklassen har en tilstrækkelig aktivitet til potentielt at opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2012

Risikoindikator [1-7]: 6

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

Fondskode: DK0060485365

Porteføljeradgiver: Investec

Landefordeling

Sydafrika	29,0%
Nigeria	23,5%
Kenya	14,9%
Egypten	14,6%
Danmark	5,7%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,61
Standardafvigelse	11,76
Active share	45,01

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Afrika, osuulaji EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Set i et globalt perspektiv kan yderligere usikkerhed om den økonomiske opbremsning i Kina fortsat påvirke råvarepriserne og råvarerelaterede valutaer negativt. En stramning af pengepolitikken i USA kan desuden styrke USD yderligere og lægge pres på de afrikanske valutaer. En sådan udvikling risikerer fortsat at påvirke aktiekurserne. Når det er sagt, så vurderer vi, at de afrikanske valutaer aktuelt handles på et lavt niveau, og det nuværende pres bør aftage med tiden. Andelsklassen er primært investeret i Sydafrika, Nigeria, Egypten og Kenya. I Sydafrika er de primære risikofaktorer fortsat udsigten til lav økonomisk vækst, en stramning af pengepolitikken samt en skrøbelig valuta. Disse faktorer kan få negativ indvirkning på andelsklassens rentefølsomme positioner og investeringer i selskaber med mange indenlandske aktiviteter. Den lave oliepris udgør fortsat en risiko for Nigeria, da den lægger pres på betalingsbalancen og statsbudgettet, og en lavere valutaindstømning på grund af den lave oliepris kan også føre til en devaluering af den nigerianske naira. Derudover lægger lav lønvækst fortsat pres på privatforbruget, og manglen på udenlandsk valuta kan påvirke selskabernes indtjening. I Egypten kan manglen på valutaindstømning tvinge landet til en devaluering. På den anden side forventer vi fortsat stigende investeringer i infrastruktur og opstart af projekter, hvilket bør øge den økonomiske vækst og være godt for vores investeringer inden for byggeri. Kenya er fortsat eksponeret mod valutarisici som følge af landets store underskud på betalingsbalancen og statsbudgettet samt problemer med skrøbelige og fentlige finanser. Selvom renten er blevet forhøjet for at dæmme op for en svækkelse af valutaen, kan det få indvirkning på andelsklassens bankinvesteringer i Kenya. Når det er sagt, så kan Kenya stadigvæk bryste sig af robust økonomisk vækst, hvilket bør understøtte vækst i selskabernes indtjening.

Forventninger til markedet samt strategi

Investeringer i Afrika forventes at blive påvirket af den globale økonomiske udvikling. Specielt udviklingen i råvarepriserne kan få betydning for Afrikas økonomiske vækstudsigter, men også størrelsen og antallet af renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank vil blive fulgt nøje.

I Sydafrika investerer vi fortsat i en række geografisk diversificerede virksomheder, som har adgang til kraftigere vækst andre steder i og uden for Afrika. Det er med til at opveje for den svage økonomi i Sydafrika. Som følge af de svære driftsbetingelser i Nigeria, har vi begrænset vores eksponering mod forbrugerorienterede virksomheder, og vi investerer aktuelt i globale kvalitetsbrands. Vi har også investeret i det, vi anser som kvalitetsbanker med lav risikovillighed. Derudover vurderer vi, at der er et stort kurspotentiale i vores aktier, da de aktuelt handles på lave niveauer. Vi har en stor eksponering mod egyptiske selskaber med aktiviteter inden for infrastruktur, da regeringen har øget sine investeringer i sektoren. Disse investeringer bør nyde godt af det stigende antal nye projekter, der er indledt. Vi mener, at vores portefølje af kenyanske selskaber grundlæggende er sunde og står til at nyde godt af landets gode økonomi. Selskaberne leverer desuden fortsat gode driftsresultater.

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

Afrika, 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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)*	-	0,82	÷6,14	4,09	÷17,27
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	4,69	÷12,06
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	10,08	9,46	9,85	8,15
Nettoresultat (t.DKK)*	-	1.057	÷5.452	4.237	÷4.761
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,89	1,85	1,86	1,85
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	25.379	70.467	82.849	34.993
Antal andele	-	337.400	998.159	1.129.595	575.428
Stykstørrelse i EUR	-	10	10	10	10

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷3.816	5.897
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	945	1.660
Klassens resultat	÷4.761	4.237
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	82.849	70.467
Emissioner i året	11.145	35.951
Indløsninger i året	÷54.656	÷28.202
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	416	396
Overførsel af periodens resultat	÷4.761	4.237
Medlemmernes formue ultimo	34.993	82.849
Antal andele		
Andele primo året	1.129.595	998.159
Emissioner i året	162.737	504.857
Indløsninger i året	÷716.904	÷373.421
Andele ultimo året	575.428	1.129.595

Bioteknologi

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i selskaber, der forsker inden for bioteknologi eller understøtter den, anvender bioteknologiske metoder, 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til modpartsrisiko, eksponering mod udlandet, fremskaffelse af risikovillig kapital, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet og valutarisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 7 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 20,92 pct., mens benchmark steg 23,80 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark, men det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Biotekmarkedet fortsatte stigningen fra 2014, men i et lavere tempo. Året har været præget af flere positive nyheder, herunder Dyax, der steg med mere end 167 pct., baseret dels på gode kliniske resultater, og dels Shires overtagelse af selskabet i 2015. Året har været præget af rekordmange produktgodkendelser, men det har også været påvirket af debat omkring prisstrukturen på lægemidler i USA.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,88 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det lavere afkast kan især tilskrives mindre forskelle i de enkelte aktiers vægtning mellem afdelingen og benchmark i forbindelse med benchmarkets rebalancering i første kvartal 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2000

Risikoindikator (1-7): 7

Benchmark: NYSE Arca Biotechnology Index

Fondskode: DK0010264456

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Bioteknologi	78,6%
Biovidenskabernes Værktøjer & Servicesydelser	16,5%
Medicinalindustri	4,7%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,50
Standardafvigelse	23,10
Tracking error	1,00
Information Ratio	-1,73
Sharpe Ratio (benchm.)	1,57
Standardafvigelse (benchm.)	23,21
Active share	0,29

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Bioteknologi

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

For biotekaktier i USA er udfaldet af slut fase-tests og godkendelse af produkter gennem FDA (Food and Drug Administration) de største risici i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Bioteksektoren er fortsat meget afhængig af, at de enkelte selskaber lykkes med en række slut fase test, hvilket i perioder kan betyde store udsving i kursudviklingen. 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 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Bioteknologi

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	101	0	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	46	0	Indestående i depotselskab	2.199	11.176
3 Udbytter	5.640	1.585	I alt likvide midler	2.199	11.176
I alt renter og udbytter	5.695	1.585	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra udl. selskaber	1.250.821	922.828
4 Andre indtægter	235	0	I alt kapitalandele	1.250.821	922.828
I alt andre indtægter og omk.:	235	0	Andre aktiver:		
5 Kursgevinster og -tab:			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.565
Kapitalandele	218.661	330.105	Aktuelle skatteaktiver	141	252
Valutakonti	1.625	3.023	I alt andre aktiver	141	1.818
Øvrige aktiver/passiver	27	4	Aktiver i alt	1.253.161	935.823
6 Handelsomkostninger	÷517	÷415	Passiver		
I alt kursgevinster og -tab	219.796	332.717	10 Medlemmernes formue	1.250.932	935.276
I alt indtægter	225.726	334.302	Anden gæld:		
7 Administrationsomkostninger	14.351	7.109	Skyldige omkostninger	79	546
Resultat før skat	211.374	327.193	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.150	0
8 Skat	868	238	I alt anden gæld	2.229	546
Årets nettoresultat	210.507	326.955	Passiver i alt	1.253.161	935.823
Overskudsdisponering					
Foreslået udlodning	257.073	220.810			
Overført til udlodning næste år	251	139			
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	257.323	220.949			
Overført til formuen	÷46.817	106.006			
I alt disponeret	210.507	326.955			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷14,95	39,70	40,71	67,01	20,92
Benchmarkafkast (pct.)	÷13,31	40,10	44,12	67,73	23,80
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,72	133,72	169,90	263,03	261,31
Nettoresultat (t.DKK)	÷27.103	78.300	124.390	326.955	210.507
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	15,50	12,80	62,10	53,70
Administrationsomkostninger (pct.)	1,18	1,11	1,11	1,11	1,11
ÅOP	1,50	1,41	1,44	1,41	1,20
Omsætningshastighed (antal gange)	0,60	0,49	0,53	0,71	0,36
Medlemmernes formue (t.DKK)	202.846	291.778	468.385	935.276	1.250.932
Antal andele	2.119.092	2.181.957	2.756.890	3.555.715	4.787.203
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Bioteknologi

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

Andre renteindtægter	101	0
I alt renteindtægter	101	0

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

Andre renteudgifter	46	0
I alt renteudgifter	46	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.640	1.585
I alt udbytter	5.640	1.585

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK

Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	326	0
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		

Danske Bank A/S	÷65	0
Danske Invest Management A/S	÷26	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	235	0

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	218.661	330.105
Valutakonti	1.625	3.023
Øvrige aktiver/passiver	27	4
Handelsomkostninger	÷517	÷415
I alt kursgevinster og -tab	219.796	332.717

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

Bruttohandelsomkostninger	÷860	÷525
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	343	109
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷517	÷415

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	26	0	49	18
Managementonorar	12.389	0	6.141	0
Fast administrationsonorar	1.936	0	901	0
I alt opdelte adm.omk.	14.351	0	7.091	18
I alt adm.omkostninger		14.351		7.109

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

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	868	238
I alt skat	868	238

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	5.695	1.585
Ikke refunderbar udbytteskat	÷868	÷238
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	386	÷48
Kursgevinst til udlodning	245.136	199.601
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	21.692	27.930
Udlodning overført fra sidste år	139	16
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	272.180	228.846
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	14.351	7.109
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷505	÷789
I alt til rådighed for udlodning, netto	257.323	220.949

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.555.715	935.276	2.756.890	468.385
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷220.810		÷35.288
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷62.392		÷3.571
Emissioner i året	2.012.488	593.280	980.825	213.670
Indløsninger i året	÷781.000	÷206.075	÷182.000	÷35.263
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.147		389
Foreslået udlodning		257.073		220.810
Overførsel af periodens resultat		÷46.817		106.006
Overført til udlodning næste år		251		139
I alt medlemmernes formue	4.787.203	1.250.932	3.555.715	935.276

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

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

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

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

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

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

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

Bond Income – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
26.3.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 DKK		1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	240	Likvide midler:	
2 Renteudgifter	4	Indestående i depotselskab	2.509
3 Udbytter	836	I alt likvide midler	2.509
I alt renter og udbytter	1.072	Obligationer:	
4 Kursgevinster og -tab:		Not. obl. fra udl. udstedere	9.752
Obligationer	÷202	I alt obligationer	9.752
Kapitalandele	÷1.197	Kapitalandele:	
Afledte finansielle instr.	506	Inv-beviser i andre danske	
Valutakonti	12	inv- og specialforeninger	17.666
5 Handelsomkostninger	÷1	I alt kapitalandele	17.666
I alt kursgevinster og -tab	÷881	Afl. finansielle instr.:	
I alt indtægter	191	Unot. afl. finansielle instr.	8
6 Administrationsomkostninger	197	I alt afledte finansielle instr.	8
Resultat før skat	÷6	Andre aktiver:	
Skat	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	204
Årets nettoresultat	÷6	I alt andre aktiver	204
Overskudsdisponering		Aktiver i alt	30.139
Overført til formuen	÷6	Passiver	
I alt disponeret	÷6	7 Medlemmernes formue	30.084
		Afledte finansielle instrumenter:	
		Unot. afl. finansielle instr.	54
		I alt afledte finansielle instr.	54
		Anden gæld:	
		Skyldige omkostninger	1
		I alt anden gæld	1
		Passiver i alt	30.139

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷6
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	30.084

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Bond Income – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere 240
I alt renteindtægter 240

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK 2015

Andre renteudgifter 4
I alt renteudgifter 4

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK 2015

Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger 836
I alt udbytter 836

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere ÷202
 Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger ÷1.197
 Terminsforretninger/futures m.m. 15
 Renteforretninger 492
 Valutakonti 12
 Handelsomkostninger ÷1
I alt kursgevinster og -tab ÷881

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger ÷4
 Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter 4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift ÷1

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	162	0
Fast administrationshonorar	35	0
I alt opdeltede adm.omk.	197	0
I alt adm.omkostninger		197

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 64 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

Antal andele Formueværdi
i 1.000 DKK

Emissioner i året 30.004
 Netto emissionstillæg og
 indløsningsfradrag 86
 Overførsel af periodens resultat ÷6
I alt medlemmernes formue 30.084

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter 71,5
 Øvrige finansielle instrumenter 19,4
I alt finansielle instrumenter 91,0
 Øvrige akiver og passiver 9,0
I alt 100,0

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

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen 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 udviklingen på alle obligationstyper og valutaer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 26. marts 2015, gav den et afkast på 0,13 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende set i forhold til udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på trods af svagt stigende statsrenter samt udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med såvel høj som lav kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændet).

Markedet

Foråret, hvor andelsklassen blev introduceret, bød på rentestigninger, da markedet nedtonede risikoen for faldende inflation. Den i forvejen sure stemning på markederne blev forværret over sommeren, idet den anspændte politiske situation i Grækenland og usikkerhed omkring den kinesiske valutapolitik førte til faldende obligationskurser over sommeren. Situationen blev yderligere forværret som resultat af faldende oliepriser i andet halvår. Resultatet for året blev da også lave eller ligefrem negative afkast for dele af markedet. Obligationer udstedt i USD af udviklingslande gav det højeste afkast efterfulgt af obligationer udstedt af europæiske virksomheder.

Vurdering af andelsklassens resultat

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. Omkring 25 pct. af andelsklassen bestod af europæiske virksomhedsobligationer med en lav kreditvurdering, og endelig var omkring 10 pct. af andelsklassen obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Andelsklassen havde i perioden ikke valutarisici. Andelsklassen udnyttede afledte finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassens afkast mod stigende statsobligationsrenter, og i perioden var følsomheden over for rentestigninger derfor ganske lav. Det bevirkede, at andelsklassen kunne opnå et højere afkast end ved at foretage en traditionel investering i en bred vifte af obligationsmarkeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Andelsklassen er investeret i virksomhedsobligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Genoplussen af den økonomiske krise i Europa vil derfor være negativt for andelsklassens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da den amerikanske centralbank vil hæve den ledende rente mere end, hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for den del af andelsklassen, der er investeret i obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Et yderligere fald

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Marts 2015

Risikoindikator [1-7]: 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060624740

Porteføljegiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

1-3 år	12,8%
3-5 år	36,4%
5-10 år	42,6%
Øvrige inkl. likvide	8,2%

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for olieproducerende lande og virksomheder. En del af andelsklassens investeringer består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder, og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder yderligere. Endelig vil risici knyttet til udviklingen i nøglelande som Kina, Brasilien og Tyrkiet have stor betydning for andelsklassens investering i obligationer fra de nye markeder udstedt i USD.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i 2016. I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank, Fed, vil derfor kun i moderat omfang hæve den ledende rente i løbet af 2016. I Europa er det modsatte tilfældet. Den Europæiske Centralbank, ECB, forsøger fortsat at stimulere den økonomiske vækst, hvilket sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Fed presser derfor det amerikanske renteniveau op, og ECB presser det europæiske renteniveau ned. Denne divergens vil få stor betydning for andre markeder, herunder valuta- og råvaremarkederne. Vi forventer derfor, at udsvingene på markederne vil vokse, og at markedsafkastet vil være moderat. På denne baggrund foretrækker vi dels sydeuropæiske statsobligationer, dels europæiske virksomhedsobligationer. For det første vil ECB's politik lægge låg på stigninger i renteniveauet i Sydeuropa, og for det andet er fremgangen i den europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. For det tredje er gældsgraden blandt europæiske virksomheder ganske lav og stiger ikke. Vi foretrækker desuden obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Vi har tilrettelagt strategien, så investeringerne er mindre følsomme over for et stigende renteniveau på statsobligationer.

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

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
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	0,13
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	100,13
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷24
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,85
ÅOP	-	-	-	-	0,94
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	15.019
Antal andele	-	-	-	-	150.000
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	26.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	74
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	98
Klassens resultat	÷24
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	15.000
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	43
Overførsel af periodens resultat	÷24
Medlemmernes formue ultimo	15.019
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	150.000
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	150.000

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen 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 udviklingen på alle obligationstyper og valutaer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 26. marts 2015, gav den et afkast på 0,49 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i markedet og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på trods af svagt stigende statsrenter samt udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med såvel høj som lav kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændet).

Markedet

Foråret, hvor andelsklassen blev introduceret, bød på rentestigninger, da markedet nedtonede risikoen for faldende inflation. Den i forvejen sure stemning på markederne blev forværret over sommeren, idet den anspændte politiske situation i Grækenland og usikkerhed omkring den kinesiske valutapolitik førte til faldende obligationskurser over sommeren. Situationen blev yderligere forværret som resultat af faldende oliepriser i andet halvår. Resultatet for året blev da også lave eller ligefrem negative afkast for dele af markedet. Obligationer udstedt i USD af udviklingslande gav det højeste afkast efterfulgt af obligationer udstedt af europæiske virksomheder.

Vurdering af andelsklassens resultat

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. Omkring 25 pct. af andelsklassen bestod af europæiske virksomhedsobligationer med en lav kreditvurdering, og endelig var omkring 10 pct. af andelsklassen obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Andelsklassen havde i perioden ikke valutarisici. Andelsklassen udnyttede afledte finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassens afkast mod stigende statsobligationsrenter, og i perioden var følsomheden over for rentestigninger derfor ganske lav. Det bevirkede, at andelsklassen kunne opnå et højere afkast end ved at foretage en traditionel investering i en bred vifte af obligationsmarkeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Andelsklassen er investeret i virksomhedsobligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Genoplussen af den økonomiske krise i Europa vil derfor være negativt for andelsklassens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da den amerikanske centralbank vil hæve den ledende rente mere end, hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for den del af andelsklassen, der er investeret i obliga-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Marts 2015

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060624823

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

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

Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

tioner fra de nye markeder udstedt i USD. Et yderligere fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for olieproducerende lande og virksomheder. En del af andelsklassens investeringer består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder, og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder yderligere. Endelig vil risici knyttet til udviklingen i nøglelande som Kina, Brasilien og Tyrkiet have stor betydning for andelsklassens investering i obligationer fra de nye markeder udstedt i USD.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i 2016. I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank, Fed, vil derfor kun i moderat omfang hæve den ledende rente i løbet af 2016. I Europa er det modsatte tilfældet. Den Europæiske Centralbank, ECB, forsøger fortsat at stimulere den økonomiske vækst, hvilket sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Fed presser derfor det amerikanske renteniveau op, og ECB presser det europæiske renteniveau ned. Denne divergens vil få stor betydning for andre markeder, herunder valuta- og råvaremarkederne. Vi forventer derfor, at udsvingene på markederne vil vokse, og at markedsafkastet vil være moderat. På denne baggrund foretrækker vi dels sydeuropæiske statsobligationer, dels europæiske virksomhedsobligationer. For det første vil ECB's politik lægge låg på stigninger i renteniveauet i Sydeuropa, og for det andet er fremgangen i den europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. For det tredje er gældsgraden blandt europæiske virksomheder ganske lav og stiger ikke. Vi foretrækker desuden obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Vi har tilrettelagt strategien, så investeringerne er mindre følsomme over for et stigende renteniveau på statsobligationer.

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

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
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	0,49
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	10,05
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	19
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,85
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	15.065
Antal andele	-	-	-	-	200.900
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	26.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	69
Klassenspecifikke transaktioner:	
Terminforretninger	48
Administrationsomkostninger	99
Klassens resultat	19
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	15.004
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	43
Overførsel af periodens resultat	19
Medlemmernes formue ultimo	15.065
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	200.900
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	200.900

Danmark

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier, som er børsnoteret på Nasdaq OMX Copenhagen A S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på det danske aktiemarked. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 36,86 pct., mens benchmark steg 30,83 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det danske aktiemarked leverede i 2015 et højt afkast, der endnu en gang lå betydeligt højere end de europæiske og amerikanske aktiemarkeder. Blandt de cykliske, der betyder konjunkturfølsomme, aktier var der tendens til, at forbrugs- og industriaktier klarede sig bedst, mens råvare- og finansaktier præsterede dårligst. Vestas blev årets bedste toneangivende cykliske aktie med en stigning på 116 pct. efter flere opjusteringer og en forlængelse af den vigtige, amerikanske vindmøllestøtteordning PTC. Pandora leverede det næstbedste afkast på 75 pct., efter at smykkeproducenten åbnede nye butikker i et højt tempo samt oplevede positiv salgsvækst i de eksisterende butikker. Omvendt blev A.P. Møller-Mærsk ramt i både containerforretningen af lave fragtrater og i olieforretningen af faldende oliepriser, hvilket resulterede i et kursfald på 18 pct. Råvarefølsomme FLSmidth faldt 10 pct., mens finansaktier som Jyske Bank og Danske Bank leverede beskedne afkast på hhv. 0 pct. og 14 pct. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Chr. Hansen, Novo Nordisk, ISS og William Demant i niveauet 40 til 65 pct. Inden for sundhedssektoren var det særligt biotekselskaberne, der udmærkede sig, idet Genmab steg 155 pct., hvilket blandt andet skyldes, at selskabet fik godkendt et lægemiddel af de amerikanske sundhedsmyndigheder. Derudover steg Bavarian Nordic med 81 pct. efter indgåelse af flere nye partneraftaler. Generelt klarede de små og mellemstore selskaber sig bedre end de toneangivende C20-selskaber i 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 6,03 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingens overvægt i cyklisk forbrug og it-aktier tillige med undervægtning af telekommunikation og materialerelaterede aktier bidrog til det positive resultat. På selskabsniveau var det især overvægt i DFDS, Genmab, Pandora, Bavarian Nordic og Vestas samt undervægtning i A.P. Møller-Mærsk og Coloplast, der bidrog til merafkast i forhold til afdelingens benchmark. På den negative side var undervægtning i Lundbeck og Carlsberg samt overvægtning i GN Store Nord og Tryg.

Afdelingens profil

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

Branchefordeling

Sundhedspleje	29,3%
Industri	27,0%
Finans	16,7%
Forbrugsgoder	9,3%
Konsumentvarer	5,5%
Øvrige inkl. likvide	12,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	2,58
Standardafvigelse	11,37
Tracking error	1,98
Information Ratio	2,17
Sharpe Ratio (benchm.)	2,20
Standardafvigelse (benchm.)	11,36
Active share	26,19

Danmark

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 investeringsunivers. De senere års afkast i forhold til benchmark viser, at afdelingen 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 2016

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

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Afdelingen har en mindre overvægt af industriselskaber i forhold til benchmark. Foruden de selskabsspecifikke risici kan risikoen i porteføljen knyttes til sektorens konjunkturfølsomme karakter. Undervægten af materiale-, finans- og råvarerelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsudviklingen tilgodeser disse aktietyper.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Efter endnu et år med meget høj indtjeningsvækst for de danske børsnoterede selskaber forventer vi fortsat indtjeningsvækst i 2016 om end på et lavere niveau. Hvis vi ser bort fra indtjeningen i Novo Nordisk og A.P. Møller-Mærsk, som udgør næsten halvdelen af den samlede danske bundlinje, forventer vi dog fortsat tocifret indtjeningsfremgang i 2016. Dermed forventes indtjeningen fra selskaberne på den danske børs fortsat at være blandt de hurtigst voksende i et globalt perspektiv, og vi venter et moderat positivt aktiemarked i 2016. I den nuværende situation, hvor aktierne har en relativ høj prissætning, tilstræber vi fortsat en blandet portefølje af cykliske og defensive aktier, men med lidt større fokus på stabile aktier end sidste år. Porteføljen er overvægtet i industri- og cyklisk forbrugssektorerne. De største overvægte på aktieniveau er Pandora, Vestas, Bavarian Nordic, DFDS, GN Store Nord og Per Aarsleff. Porteføljen er undervægtet råvare- og finanssektoren, hvor de største undervægte på aktieniveau er Coloplast, Lundbeck, A.P. Møller-Mærsk og Chr. Hansen.

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

Danmark

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	95	0	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	426	0	Indestående i depotselskab	52.409	68.014
3 Udbytter	125.809	33.125	I alt likvide midler	52.409	68.014
I alt renter og udbytter	125.478	33.125	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra DK selskaber	2.575.515	2.045.821
4 Andre indtægter	135	75	Not. aktier fra udl. selskaber	85.604	120.631
I alt andre indtægter og omk.:	135	75	Unot. kap.andele fra DK selsk.	1.029	1.225
Kursgevinster og -tab:			I alt kapitalandele	2.662.148	2.167.677
Kapitalandele	712.330	419.723	Andre aktiver:		
6 Handelsomkostninger	÷1.613	÷900	Mellemvær. vedr. handelsafv.	9.707	187
I alt kursgevinster og -tab	710.717	418.824	Aktuelle skatteaktiver	11	0
I alt indtægter	836.330	452.023	I alt andre aktiver	9.718	187
7 Administrationsomkostninger	33.421	25.508	Aktiver i alt	2.724.274	2.235.878
Resultat før skat	802.909	426.515	Passiver		
8 Skat	922	÷1	10 Medlemmernes formue	2.723.959	2.234.400
Årets nettoresultat	801.988	426.516	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	168	1.331
Foreslået udlodning	430.736	277.314	Ikke hævet udl. fra tidl. år	147	147
Overført til udlodning næste år	516	151	I alt anden gæld	315	1.478
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	431.252	277.465	Passiver i alt	2.724.274	2.235.878
Overført til formuen	370.735	149.051			
I alt disponeret	801.988	426.516			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷23,59	22,89	42,39	23,78	36,86
Benchmarkafkast (pct.)	÷21,05	23,81	38,30	17,22	30,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	135,77	153,82	210,71	234,47	289,64
Nettoresultat (t.DKK)	÷496.334	331.193	600.389	426.516	801.988
Udbytte (DKK pr. andel)	12,25	6,50	23,60	29,10	45,80
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,25	1,28	1,25	1,30
ÅOP	1,57	1,58	1,60	1,53	1,47
Omsætningshastighed (antal gange)	0,30	0,24	0,24	0,15	0,21
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.523.236	1.551.029	1.875.020	2.234.400	2.723.959
Antal andele	11.219.208	10.083.714	8.898.624	9.529.699	9.404.717
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danmark

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteindtægter	95	0
I alt renteindtægter	95	0

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	426	0
I alt renteudgifter	426	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	119.491	28.913
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.145	4.065
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	147	147
Øvrige udbytter	26	0
I alt udbytter	125.809	33.125

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	188	75
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Danske Bank A/S	÷38	0
Danske Invest Management A/S	÷15	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	135	75

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	694.800	412.108
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.726	7.615
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	÷196	0
Handelsomkostninger	÷1.613	÷900
I alt kursgevinster og -tab	710.717	418.824

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷1.783	÷1.401
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	170	501
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.613	÷900

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2014

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	31	0
Øvrige omkostninger	18	0	65	67
Managementhonorar	30.835	0	23.474	0
Fast administrationshonorar	2.568	0	1.871	0
I alt opdeltede adm.omk.	33.421	0	25.441	67
I alt adm.omkostninger		33.421		25.508

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

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	922	÷1
I alt skat	922	÷1

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter		125.478		33.125
Ikke refunderbar udbytteskat		÷922		1
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.		550		75
Kursgevinst til udlodning		345.420		252.070
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster		÷6.331		18.967
Udlodning overført fra sidste år		151		167
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger		464.347		304.405
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		33.421		25.508
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		326		÷1.430
I alt til rådighed for udlodning, netto		431.252		277.466

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	9.529.699	2.234.400	8.898.624	1.875.020
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷277.314		÷210.008
Ændring i udbetalt udlodning				
pga emission/indløsning		÷623		÷1.319
Emissioner i året	215.291	58.858	1.223.858	276.981
Indløsninger i året	÷340.273	÷93.468	÷592.783	÷133.298
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		119		507
Foreslået udlodning		430.736		277.314
Overførsel af periodens resultat		370.735		149.051
Overført til udlodning næste år		516		151
I alt medlemmernes formue	9.404.717	2.723.959	9.529.699	2.234.400

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		97,7		97,0
Øvrige finansielle instrumenter		0,0		0,1
I alt finansielle instrumenter		97,7		97,0
Øvrige akiver og passiver		2,3		3,0
I alt		100,0		100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	254.793	214.270

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	203.269	58.994

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	212.576	66.447
I alt sikkerhed	212.576	66.447

Danmark – Akkumulerende

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier, som er børsnoteret på Nasdaq OMX Copenhagen A S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på det danske aktiemarked. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 36,38 pct., mens benchmark steg 30,83 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det danske aktiemarked leverede i 2015 et højt afkast, der endnu en gang lå betydeligt højere end de europæiske og amerikanske aktiemarkeder. Blandt de cykliske, der betyder konjunkturfølsomme, aktier var der tendens til, at forbrugs- og industriaktier klarede sig bedst, mens råvare- og finansaktier præsterede dårligst. Vestas blev årets bedste toneangivende cykliske aktie med en stigning på 116 pct. efter flere opjusteringer og en forlængelse af den vigtige, amerikanske vindmøllestøtteordning PTC. Pandora leverede det næstbedste afkast på 75 pct., efter at smykkeproducenten åbnede nye butikker i et højt tempo samt oplevede positiv salgsvækst i de eksisterende butikker. Omvendt blev A.P. Møller-Mærsk ramt i både containerforretningen af lave fragtrater og i olieforretningen af faldende oliepriser, hvilket resulterede i et kursfald på 18 pct. Råvarefølsomme FLSmidth faldt 10 pct., mens finansaktier som Jyske Bank og Danske Bank leverede beskedne afkast på hhv. 0 pct. og 14 pct. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Chr. Hansen, Novo Nordisk, ISS og William Demant i niveauet 40 til 65 pct. Inden for sundhedssektoren var det særligt biotekselskaberne, der udmærkede sig, idet Genmab steg 155 pct., hvilket blandt andet skyldes, at selskabet fik godkendt et lægemiddel af de amerikanske sundhedsmyndigheder. Derudover steg Bavarian Nordic med 81 pct. efter indgåelse af flere nye partneraftaler. Generelt klarede de små og mellemstore selskaber sig bedre end de toneangivende C20-selskaber i 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 5,55 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingens overvægt i cyklisk forbrug og it-aktier tillige med undervægtning af telekommunikation og materialerelaterede aktier bidrog til det positive resultat. På selskabsniveau var det især overvægtning i DFDS, Genmab, Pandora, Bavarian Nordic og Vestas samt undervægtning i A.P. Møller-Mærsk og Coloplast, der bidrog til merafkast i forhold til afdelingens benchmark. På den negative side talte undervægtning i Lundbeck og Carlsberg samt overvægtning i GN Store Nord og Tryg.

Afdelingens profil

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

Branchefordeling

Sundhedspleje	29,4%
Industri	27,0%
Finans	16,7%
Forbrugsgoder	9,2%
Konsumtvarer	5,5%
Øvrige inkl. likvide	12,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	2,54
Standardafvigelse	11,45
Tracking error	1,92
Information Ratio	2,14
Sharpe Ratio (benchm.)	2,20
Standardafvigelse (benchm.)	11,36
Active share	26,31

Danmark – Akkumulerende

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 investeringsunivers. 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 2016

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

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Afdelingen har en mindre overvægt af industriselskaber i forhold til benchmark. Foruden de selskabsspecifikke risici kan risikoen i porteføljen knyttes til sektorens konjunkturfølsomme karakter. Undervægten af materiale-, finans- og råvarerelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsudviklingen tilgodeser disse aktietyper.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Efter endnu et år med meget høj indtjeningsvækst for de danske børsnoterede selskaber forventer vi fortsat indtjeningsvækst i 2016 om end på et lavere niveau. Hvis vi ser bort fra indtjeningen i Novo Nordisk og A.P. Møller-Mærsk, som udgør næsten halvdelen af den samlede danske bundlinje, forventer vi dog fortsat tocifret indtjeningsfremgang i 2016. Dermed forventes indtjeningen fra selskaberne på den danske børs fortsat at være blandt de hurtigst voksende i et globalt perspektiv, og vi venter et moderat positivt aktiemarked i 2016. I den nuværende situation, hvor aktierne har en relativ høj prissætning, tilstræber vi fortsat en blandet portefølje af cykliske og defensive aktier, men med lidt større fokus på stabile aktier end sidste år. Porteføljen er overvægtet i industri- og cyklisk forbrugssektorerne. De største overvægte på aktieniveau er Pandora, Vestas, Bavarian Nordic, DFDS, GN Store Nord og Per Aarsleff. Porteføljen er undervægtet råvare- og finanssektoren, hvor de største undervægte på aktieniveau er Coloplast, Lundbeck, A.P. Møller-Mærsk og Chr. Hansen.

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

Danmark – Akkumulerende

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteudgifter	488	0	Likvide midler:		
2 Udbytter	150.384	39.398	Indestående i depotselskab	68.348	63.164
I alt renter og udbytter	149.896	39.398	I alt likvide midler	68.348	63.164
Andre indtægter og omk.:			Kapitalandele:		
3 Andre indtægter	792	1.769	Not. aktier fra DK selskaber	3.193.972	2.423.870
I alt andre indtægter og omk.:	792	1.769	Not. aktier fra udl. selskaber	106.656	145.238
4 Kursgevinster og -tab:			Unot. kap.andele fra DK selsk.	357	425
Kapitalandele	841.822	520.353	I alt kapitalandele	3.300.985	2.569.533
5 Handelsomkostninger	÷1.741	÷885	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	840.082	519.468	Andre tilgodehavender	6	158
I alt indtægter	990.769	560.635	Mellemvær. vedr. handelsafv.	15.291	0
6 Administrationsomkostninger	40.898	31.704	Aktuelle skatteaktiver	13	0
Resultat før skat	949.872	528.931	I alt andre aktiver	15.311	158
7 Skat	21.348	5.700	Aktiver i alt	3.384.644	2.632.855
Årets nettoresultat	928.524	523.231	Passiver		
Overskudsdisponering			8 Medlemmernes formue	3.384.435	2.631.303
Overført til formuen	928.524	523.231	Anden gæld:		
I alt disponeret	928.524	523.231	Skyldige omkostninger	209	1.552
			I alt anden gæld	209	1.552
			Passiver i alt	3.384.644	2.632.855

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷23,56	22,86	42,14	23,76	36,38
Benchmarkafkast (pct.)	÷21,05	23,81	38,30	17,22	30,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	215,55	264,82	376,40	465,85	635,30
Nettoresultat (t.DKK)	÷480.562	376.112	741.356	523.231	928.524
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,24	1,25	1,25	1,30
ÅOP	1,56	1,55	1,57	1,52	1,47
Omsætningshastighed (antal gange)	0,31	0,24	0,26	0,16	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.678.223	1.898.379	2.284.030	2.631.303	3.384.435
Antal andele	7.785.861	7.168.587	6.068.042	5.648.444	5.327.266
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danmark – Akkumulerende

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	488	0
I alt renteudgifter	488	0

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	138.012	33.733
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.958	4.838
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	51	51
Øvrige udbytter	8.362	776
I alt udbytter	150.384	39.398

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	853	1.769
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Danske Bank A/S	÷ 44	0
Danske Invest Management A/S	÷ 17	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	792	1.769

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	821.672	510.933
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.219	9.420
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	÷ 68	0
Handelsomkostninger	÷ 1.741	÷ 885
I alt kursgevinster og -tab	840.082	519.468

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 2.082	÷ 1.212
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	342	327
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 1.741	÷ 885

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	11	0
Øvrige omkostninger	27	0	71	81
Managementhonorar	37.731	0	29.207	0
Fast administrationshonorar	3.139	0	2.335	0
I alt opdelte adm.omk.	40.898	0	31.623	81
I alt adm.omkostninger		40.898		31.704

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	21.348	5.700
I alt skat	21.348	5.700

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

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

Medlemmernes formue primo	5.648.444	2.631.303	6.068.042	2.284.030
Emissioner i året	91.114	52.675	107.456	46.096
Indløsninger i året	÷ 412.292	÷ 228.286	÷ 527.054	÷ 222.399
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		219		346
Overførsel af periodens resultat		928.524		523.231
I alt medlemmernes formue	5.327.266	3.384.435	5.648.444	2.631.303

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		97,5	97,6
I alt finansielle instrumenter		97,5	97,7
Øvrige aktiver og passiver		2,5	2,3
I alt		100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	316.239	254.158

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK

	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	155.923	488.901

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	170.185	540.548
I alt sikkerhed	170.185	540.548

Danmark Fokus

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

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier, som er børsnoteret på Nasdaq OMX Copenhagen A S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på det danske aktiemarked. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 40,72 pct., mens benchmark steg 30,83 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, selvom tumulten omkring Grækenlands økonomiske og politiske fremtid samt de pengepolitiske lemper fra Den Europæiske Centralbank medførte væsentlige udsving.

Markedet

Det danske aktiemarked leverede i 2015 et højt afkast, der endnu en gang lå betydeligt højere end de europæiske og amerikanske aktiemarkeder. Blandt de cykliske, der betyder konjunkturfølsomme, aktier var der tendens til, at forbrugs- og industriaktier klarede sig bedst, mens råvare- og finansaktier præsterede dårligst. Vestas blev årets bedste toneangivende cykliske aktie med en stigning på 116 pct. efter flere opjusteringer og en forlængelse af den vigtige, amerikanske vindmøllestøtteordning PTC. Pandora leverede det næstbedste afkast på 75 pct., efter at smykkeproducenten åbnede nye butikker i et højt tempo samt oplevede positiv salgsvækst i de eksisterende butikker. Omvendt blev A.P. Møller-Mærsk ramt i både containerforretningen af lave fragtrater og i olieforretningen af faldende oliepriser, hvilket resulterede i et kursfald på 18 pct. Råvarefølsomme FLSmidth faldt 10 pct., mens finansaktier som Jyske Bank og Danske Bank leverede beskedne afkast på hhv. 0 pct. og 14 pct. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Chr. Hansen, Novo Nordisk, ISS og William Demant i niveauet 40 til 65 pct. Inden for sundhedssektoren var det særligt biotekselskaberne, der udmærkede sig, idet Genmab steg 155 pct., hvilket blandt andet skyldes, at selskabet fik godkendt et lægemiddel af de amerikanske sundhedsmyndigheder. Derudover steg Bavarian Nordic med 81 pct. efter indgåelse af flere nye partneraftaler. Generelt klarede de små og mellemstore selskaber sig bedre end de toneangivende C20-selskaber i 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 9,89 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingens overvægt i cyklisk forbrug og it-aktier tillige med undervægtning af telekommunikation og materialerelaterede aktier bidrog til det positive resultat. På selskabsniveau var det især overvægtning i Per Aarsleff, Genmab, DFDS, Pandora og Bavarian Nordic samt undervægtning i A.P. Møller-Mærsk og Coloplast, der bidrog til merafkast i forhold til afdelingens benchmark. På den negative side var undervægtning i Lundbeck og Chr. Hansen samt overvægtning i Auriga og Sydbank.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 1998

Risikoindikator [1-7]: 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI

Fondskode: DK0060244325

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri	29,9%
Sundhedspleje	27,7%
Finans	17,4%
Forbrugsgoder	9,4%
Konsumentvarer	5,0%
Øvrige inkl. likvide	10,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	2,73
Standardafvigelse	11,63
Tracking error	2,85
Information Ratio	2,35
Sharpe Ratio (benchm.)	2,20
Standardafvigelse (benchm.)	11,36
Active share	33,39

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Danmark Fokus

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 2016

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

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Afdelingen har en mindre overvægt af industriselskaber i forhold til benchmark. Foruden de selskabsspecifikke risici kan risikoen i porteføljen knyttes til sektorens konjunkturfølsomme karakter. Undervægten af materiale-, finans- og råvarerelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsudviklingen tilgodeser disse aktietyper.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Danmark Fokus

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteudgifter	299	0	Likvide midler:		
2 Udbytter	101.476	24.549	Indestående i depotselskab	68.604	91.782
I alt renter og udbytter	101.176	24.549	I alt likvide midler	68.604	91.782
Andre indtægter og omk.:			Kapitalandele:		
3 Andre indtægter	140	36	Not. aktier fra DK selskaber	3.894.825	2.301.875
I alt andre indtægter og omk.:	140	36	Not. aktier fra udl. selskaber	129.240	159.064
4 Kursgevinster og -tab:			I alt kapitalandele	4.024.064	2.460.939
Kapitalandele	1.029.180	395.090	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷2.477	÷1.790	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.085	1.857
I alt kursgevinster og -tab	1.026.703	393.299	Aktuelle skatteaktiver	15	0
I alt indtægter	1.128.020	417.885	I alt andre aktiver	2.100	1.857
6 Administrationsomkostninger	53.806	31.864	Aktiver i alt	4.094.769	2.554.578
Resultat før skat	1.074.214	386.021	Passiver		
7 Skat	1.142	254	9 Medlemmernes formue	4.094.484	2.552.636
Årets nettoresultat	1.073.073	385.767	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	285	1.942
Foreslået udlodning	468.250	176.486	I alt anden gæld	285	1.942
Overført til udlodning næste år	523	514	Passiver i alt	4.094.769	2.554.578
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	468.773	177.000			
Overført til formuen	604.300	208.767			
I alt disponeret	1.073.073	385.767			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷25,38	22,68	46,69	25,61	40,72
Benchmarkafkast (pct.)	÷21,05	23,81	38,30	17,22	30,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	144,73	177,56	260,45	312,41	416,23
Nettoresultat (t.DKK)	÷240.743	131.347	349.278	385.767	1.073.073
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	13,20	21,60	47,60
Administrationsomkostninger (pct.)	1,56	1,55	1,56	1,55	1,58
ÅOP	1,91	1,88	1,91	1,88	1,73
Omsætningshastighed (antal gange)	0,38	0,29	0,41	0,34	0,27
Medlemmernes formue (t.DKK)	590.711	702.691	1.209.578	2.552.636	4.094.484
Antal andele	4.081.436	3.957.596	4.644.204	8.170.670	9.837.184
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danmark Fokus

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

Andre renteudgifter
I alt renteudgifter

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

Noterede aktier fra danske selskaber
Noterede aktier fra udenlandske selskaber
Øvrige udbytter
I alt udbytter

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK

Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG
GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:
Danske Bank A/S
Danske Invest Management A/S
Nettoindtægt ved aktieudlån

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

Noterede aktier fra danske selskaber
Noterede aktier fra udenlandske selskaber
Handelsomkostninger
I alt kursgevinster og -tab

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

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

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	10	0
Øvrige omkostninger	142	0	43	45
Managementhonorar	50.262	0	29.823	0
Fast administrationshonorar	3.402	0	1.943	0
I alt opdeltede adm.omk.	53.806	0	31.818	45
I alt adm.omkostninger		53.806		31.864

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes
I alt skat

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

	2015	2014
Renter og udbytter	101.176	24.549
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 1.142	÷ 254
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	424	36
Kursgevinst til udlodning	371.597	132.813
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	55.551	56.246
Udlodning overført fra sidste år	514	237
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	528.121	213.627
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	53.806	31.864
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 5.542	÷ 4.762
I alt til rådighed for udlodning, netto	468.773	177.001

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	8.170.670	2.552.636	4.644.204	1.209.578
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 176.486		÷ 61.303
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷ 4.950		÷ 28.639
Emissioner i året	2.125.596	821.922	3.915.475	1.160.147
Indløsninger i året	÷ 459.082	÷ 172.378	÷ 389.009	÷ 114.368
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		667		1.454
Foreslået udlodning		468.250		176.486
Overførsel af periodens resultat		604.300		208.767
Overført til udlodning næste år		523		514
I alt medlemmernes formue	9.837.184	4.094.484	8.170.670	2.552.636

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	96,4
I alt finansielle instrumenter	98,3	96,4
Øvrige aktiver og passiver	1,7	3,6
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	381.333	123.195

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK

	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	190.226	222.833

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	210.446	245.682
I alt sikkerhed	210.446	245.682

Danmark Indeks

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier, som er børsnoteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på det danske aktiemarked. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 29,86 pct., mens benchmark steg 30,83 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det danske aktiemarked leverede i 2015 et højt afkast, der endnu en gang lå betydeligt højere end de europæiske og amerikanske aktiemarkeder. Blandt de cykliske, der betyder konjunkturfølsomme, aktier var der tendens til, at forbrugs- og industriaktier klarede sig bedst, mens råvare- og finansaktier præsterede dårligst. Vestas blev årets bedste toneangivende cykliske aktie med en stigning på 116 pct. efter flere opjusteringer og en forlængelse af den vigtige, amerikanske vindmøllestøtteordning PTC. Pandora leverede det næstbedste afkast på 75 pct., efter at smykkeproducenten åbnede nye butikker i et højt tempo samt oplevede positiv salgsvækst i de eksisterende butikker. Omvendt blev A.P. Møller-Mærsk ramt i både containerforretningen af lave fragtrater og i olieforretningen af faldende oliepriser, hvilket resulterede i et kursfald på 18 pct. Råvarefølsomme FLSmidth faldt 10 pct., mens finansaktier som Jyske Bank og Danske Bank leverede beskedne afkast på hhv. 0 pct. og 14 pct. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Chr. Hansen, Novo Nordisk, ISS og William Demant i niveauet 40 til 65 pct. Inden for sundhedssektoren var det særligt biotekselskaberne, der udmærkede sig, idet Genmab steg 155 pct., hvilket blandt andet skyldes, at selskabet fik godkendt et lægemiddel af de amerikanske sundhedsmyndigheder. Derudover steg Bava-rian Nordic med 81 pct. efter indgåelse af flere nye partneraftaler. Generelt klarede de små og mellemstore selskaber sig bedre end de toneangivende C20-selskaber i 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,97 procentpoint lavere end stigningen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder, er fortsat understøttet af en

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 1985

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI

Fondskode: DK0010266238

Porteføljerafgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Sundhedspleje 29,3%

Industri 26,4%

Finans 20,4%

Materialer 8,3%

Forbrugsgoder 6,1%

Øvrige inkl. likvide 9,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio 2,15

Standardafvigelse 11,39

Tracking error 0,28

Information Ratio -1,82

Sharpe Ratio (benchm.) 2,20

Standardafvigelse (benchm.) 11,36

Active share 1,74

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Danmark Indeks

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Efter endnu et år med meget høj indtjeningsvækst for de danske børsnoterede selskaber forventer vi fortsat indtjeningsvækst i 2016 om end på et lavere niveau. Hvis vi ser bort fra indtjeningen i Novo Nordisk og A.P. Møller-Mærsk, som udgør næsten halvdelen af den samlede danske bundlinje, forventer vi dog fortsat to cifret indtjeningsfremgang i 2016. Dermed forventes indtjeningen fra selskaberne på den

danske børs fortsat at være blandt de hurtigst voksende i et globalt perspektiv, og vi venter et moderat positivt aktiemarked i 2016.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Danmark Indeks

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteudgifter	23	0	Likvide midler:		
2 Udbytter	27.501	13.221	Indestående i depotselskab	2.015	4.017
I alt renter og udbytter	27.478	13.221	I alt likvide midler	2.015	4.017
Andre indtægter og omk.:			Kapitalandele:		
3 Andre indtægter	547	442	Not. aktier fra DK selskaber	777.746	664.561
I alt andre indtægter og omk.:	547	442	Not. aktier fra udl. selskaber	20.962	22.558
4 Kursgevinster og -tab:			Unot. kap.andele fra DK selsk.	441	525
Kapitalandele	181.939	94.741	I alt kapitalandele	799.149	687.643
5 Handelsomkostninger	÷185	÷205	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	181.754	94.536	Andre tilgodehavender	2	42
I alt indtægter	209.778	108.200	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	392
6 Administrationsomkostninger	4.501	3.896	Aktuelle skatteaktiver	1	0
Resultat før skat	205.277	104.304	I alt andre aktiver	3	435
7 Skat	184	63	Aktiver i alt	801.166	692.095
Årets nettoresultat	205.093	104.241	Passiver		
Overskudsdisponering			9 Medlemmernes formue	801.133	691.888
Foreslået udlodning	130.570	77.603	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	62	72	Skyldige omkostninger	33	208
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	130.632	77.675	I alt anden gæld	33	208
Overført til formuen	74.460	26.566	Passiver i alt	801.166	692.095
I alt disponeret	205.093	104.241			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷21,90	23,84	38,15	16,41	29,86
Benchmarkafkast (pct.)	÷21,05	23,81	38,30	17,22	30,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	142,86	140,08	180,74	193,47	228,86
Nettoresultat (t.DKK)	÷227.364	131.289	208.909	104.241	205.093
Udbytte (DKK pr. andel)	34,25	10,25	15,90	21,70	37,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,55	0,58	0,56	0,57
ÅOP	0,85	0,85	0,85	0,83	0,65
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,04	0,06	0,09	0,12
Medlemmernes formue (t.DKK)	583.189	602.632	673.631	691.888	801.133
Antal andele	4.082.151	4.302.151	3.727.040	3.576.163	3.500.544
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danmark Indeks

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

Andre renteudgifter
I alt renteudgifter

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

Noterede aktier fra danske selskaber
Noterede aktier fra udenlandske selskaber
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber
Øvrige udbytter
I alt udbytter

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK

Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG
GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:
Danske Bank A/S
Danske Invest Management A/S
Nettoindtægt ved aktieudlån

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

Noterede aktier fra danske selskaber
Noterede aktier fra udenlandske selskaber
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber
Handelsomkostninger
I alt kursgevinster og -tab

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

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

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	4	0
Øvrige omkostninger	36	0	22	24
Managementhonorar	3.603	0	3.148	0
Fast administrationshonorar	862	0	698	0
I alt opdelt adm.omk.	4.501	0	3.872	24
I alt adm.omkostninger		4.501		3.896

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes
I alt skat

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	27.478	13.221
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 184	÷ 63
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	569	442
Kursgevinst til udlodning	110.619	69.259
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷ 3.524	÷ 1.649
Udlodning overført fra sidste år	72	315
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	135.029	81.525
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	4.501	3.896
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	104	45
I alt til rådighed for udlodning, netto	130.632	77.674

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.576.163	691.888	3.727.040	673.631
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 77.603		÷ 59.260
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷ 1.067		1.352
Emissioner i året	161.692	34.636	151.123	28.886
Indløsninger i året	÷ 237.311	÷ 51.913	÷ 302.000	÷ 57.075
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		100		114
Foreslået udlodning		130.570		77.603
Overførsel af periodens resultat		74.460		26.566
Overført til udlodning næste år		62		72
I alt medlemmernes formue	3.500.544	801.133	3.576.163	691.888

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,7	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	99,8	99,4
Øvrige akiver og passiver	0,2	0,6
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	71.918	60.817

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK

Kursværdi af udlånte aktier	2015	2014
	25.283	98.741

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	26.548	111.768
I alt sikkerhed	26.548	111.768

Danmark Indeks Small Cap

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

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i mindre og mellemstore danske aktier. Afdelingen inkluderer investeringer 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. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, risici tilknyttet investeringsstilen samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 40,12 pct., mens benchmark steg 41,46 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark, men afkastet har mere end indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

På det danske aktiemarked gav small cap-aktierne i KFMX-indekset et afkast på 40,12 pct., hvilket var markant bedre end de største selskaber udtrykt ved C20-indekset, der steg 30,83 pct. i 2015.

Det danske aktiemarked leverede i 2015 et højt afkast, der endnu engang endte betydeligt højere end de europæiske og amerikanske aktiemarkeder. Blandt de cykliske, der betyder konjunkturfølsomme, aktier var der tendens til forbrugs- og industriaktier klarede sig bedst, mens råvare- og finansaktier præsterede dårligst. Inden for sundhedssektoren var det særligt biotekselskaberne, der udmærkede sig, da H. Lundbeck steg 91 pct. og Bavarian Nordic steg 81 pct. efter indgåelse af flere nye partneraftaler.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,34 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det lavere afkast skyldes primært lov-mæssige placeringsregler for investeringsforeningerne, der betyder, at der maksimalt må investeres 10 pct. i et selskab. I benchmark har H. Lundbeck i en længere periode ligget med en vægt over 10 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed

Afdelingens profil

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

Branchefordeling

Finans	26,5%
Sundhedspleje	25,6%
Industri	25,3%
Konsumentvarer	6,4%
Forbrugsgoder	6,2%
Øvrige inkl. likvide	10,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	2,64
Standardafvigelse	9,78
Tracking error	1,19
Information Ratio	-0,40
Sharpe Ratio (benchm.)	2,65
Standardafvigelse (benchm.)	9,90
Active share	5,90

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Danmark Indeks Small Cap

skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkedene negativt. Afdelingen investerer i små og mellemstore selskaber, og det vil således påvirke afdelingens relative afkast negativt, hvis de største selskaber vil klare sig bedre end disse i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Efter endnu et år med meget høj indtjeningsvækst for de danske børsnoterede selskaber forventer vi fortsat indtjeningsvækst i 2016 om end på et lavere niveau. Indtjeningen fra selskaberne på den danske børs forventes fortsat at være blandt de hurtigst voksende i et globalt perspektiv, og vi venter et moderat positivt aktiemarked i 2016.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Danmark Indeks Small Cap

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteudgifter	15	0		
2	Udbytter	5.341	1.667		
	I alt renter og udbytter	5.326	1.667		
Andre indtægter og omk.:			Likvide midler:		
3	Andre indtægter	394	14	Indestående i depotselskab	731 1.609
	I alt andre indtægter og omk.:	394	14	I alt likvide midler	731 1.609
4 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
	Kapitalandele	47.953	1.632	Not. aktier fra DK selskaber	190.009 119.369
5	Handelsomkostninger	÷26	÷127	Not. aktier fra udl. selskaber	9.121 7.952
	I alt kursgevinster og -tab	47.927	1.505	I alt kapitalandele	199.130 127.321
I alt indtægter			Andre aktiver:		
	53.647	3.187		Mellemvær. vedr. handelsafv.	0 533
6	Administrationsomkostninger	975	674	Aktuelle skatteaktiver	1 0
	Resultat før skat	52.672	2.512	I alt andre aktiver	1 533
7	Skat	29	26	Aktiver i alt	199.862 129.463
	Årets nettoresultat	52.644	2.486	Passiver	
Overskudsdisponering			9 Medlemmernes formue		
	Overført til udlodning næste år	÷27.776	÷36.899	199.853	129.419
8	Disponeret i alt vedr. udlodning	÷27.776	÷36.899	Anden gæld:	
	Overført til formuen	80.420	39.385	Skyldige omkostninger	9 44
	I alt disponeret	52.644	2.486	I alt anden gæld	9 44
				Passiver i alt	199.862 129.463

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷25,34	4,12	47,77	4,99	40,12
Benchmarkafkast (pct.)	÷23,95	16,51	47,05	6,03	41,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	86,78	90,36	131,30	137,84	193,15
Nettoresultat (t.DKK)	÷14.534	382	16.028	2.486	52.644
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,75	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,62	1,64	0,75	0,56	0,59
ÅOP	2,30	2,24	0,99	0,96	0,72
Omsætningshastighed (antal gange)	1,47	1,13	0,49	0,42	0,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	18.731	30.261	77.267	129.419	199.853
Antal andele	215.833	334.898	588.500	938.880	1.034.701
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danmark Indeks Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

Andre renteudgifter
I alt renteudgifter

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

Noterede aktier fra danske selskaber
Noterede aktier fra udenlandske selskaber
Øvrige udbytter
I alt udbytter

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK

Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG
GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:

Danske Bank A/S
Danske Invest Management A/S
Nettoindtægt ved aktieudlån

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

Noterede aktier fra danske selskaber
Noterede aktier fra udenlandske selskaber
Handelsomkostninger
I alt kursgevinster og -tab

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

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

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	39	0	6	3
Managementonorar	756	0	542	0
Fast administrationsonorar	180	0	123	0
I alt opdelt adm.omk.	975	0	671	3
I alt adm.omkostninger		975		674

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes
I alt skat

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

	2015	2014
Renter og udbytter	5.326	1.667
Ikke refunderbar udbytteskat	÷29	÷26
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	408	14
Kursgevinst til udlodning	6.195	5.877
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷2.777	÷15.773
Udlodning overført fra sidste år	÷36.899	÷28.658
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷27.776	÷36.899
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	975	674
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷71	÷53
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷28.822	÷37.626
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷1.046	÷727
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷27.776	÷36.899

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	938.880	129.419	588.500	77.267
Emissioner i året	135.872	23.595	406.380	56.953
Indløsninger i året	÷40.051	÷5.889	÷56.000	÷7.494
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		85		207
Overførsel af periodens resultat		80.420		39.385
Overført til udlodning næste år		÷27.776		÷36.899
I alt medlemmernes formue	1.034.701	199.853	938.880	129.419

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	98,4
I alt finansielle instrumenter	99,6	98,4
Øvrige aktiver og passiver	0,4	1,6
I alt	100,0	100,0

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK

	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	36.906	28.796

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	39.580	32.089
I alt sikkerhed	39.580	32.089

Dannebrog Mellemlange Obligationer

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,59 pct., mens benchmark faldt 0,29 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil henover året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015. Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,3 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste investeringer blev beholdningen af obligationer udstedt af Den Europæiske Investeringsbank, som gav et

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1986

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 4 år

Fondskode: DK0010078070

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	13,5%
1-3 år	31,0%
3-5 år	14,5%
5-10 år	27,4%
Over 10 år	10,8%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,78
Standardafvigelse	2,25
Tracking error	0,53
Information Ratio	0,42
Sharpe Ratio (benchm.)	0,62
Standardafvigelse (benchm.)	2,46

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Dannebrog Mellemlange Obligationer

afkast på knap 5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav et negativt afkast på mellem 2 og godt 4 pct. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig dårligere end statsobligationer. Afdelingen havde ved indgangen til året en lavere renterisiko end benchmark, men i takt med at de lange renter steg hen over foråret, blev varigheden forøget til lidt over benchmark. Varigheden i starten af året bidrog negativt til det relative afkast, mens den i den sidste halvdel af året bidrog positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Dannebrog Mellemlange Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	178.353	265.697	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	891	0	Indestående i depotselskab	93.759	9.832
I alt renter og udbytter	177.462	265.697	I alt likvide midler	93.759	9.832
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷166.392	424.243	Not. obl. fra danske udstedere	7.582.598	9.038.320
Afledte finansielle instr.	÷5.172	10.990	Not. obl. fra udl. udstedere	399.515	716.347
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	7.982.113	9.754.667
I alt kursgevinster og -tab	÷171.564	435.233	Afl. finansielle instr.:		
I alt indtægter	5.898	700.930	Unot. afl. finansielle instr.	0	2.662
5 Administrationsomkostninger	48.201	59.604	I alt afledte finansielle instr.	0	2.662
Resultat før skat	÷42.303	641.326	Andre aktiver:		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	47.252	62.035
Årets nettoresultat	÷42.303	641.326	I alt andre aktiver	47.252	62.035
Overskudsdisponering			Aktiver i alt	8.123.124	9.829.196
Foreslået udlodning	211.439	297.790	Passiver		
Udbetalt acontoudlodning	84.900	100.391	7 Medlemmernes formue	7.874.625	9.746.252
Overført til udlodning næste år	3.830	7.961	Anden gæld:		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	300.168	406.142	Skyldige omkostninger	298	2.730
Overført til formuen	÷342.471	235.184	Mellemvær. vedr. handelsafv.	248.137	80.151
I alt disponeret	÷42.303	641.326	Ikke hævet udl. fra tidl. år	63	63
			I alt anden gæld	248.499	82.944
			Passiver i alt	8.123.124	9.829.196

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	5,40	5,39	0,18	6,05	÷0,59
Benchmarkafkast (pct.)	7,81	3,65	÷1,03	6,32	÷0,29
Indre værdi (DKK pr. andel)	98,50	101,50	98,48	101,46	96,83
Nettoresultat (t.DKK)	741.499	911.241	16.623	641.326	÷42.303
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	3,35	3,00	4,10	3,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,55	0,54	0,55	0,55
ÅOP	0,76	0,76	0,71	0,72	0,62
Omsætningshastighed (antal gange)	0,28	0,37	0,09	0,17	0,44
Medlemmernes formue (t.DKK)	18.066.870	16.634.960	12.436.191	9.746.252	7.874.625
Antal andele	183.421.371	163.896.909	126.275.453	96.061.385	81.322.569
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Dannebrog Mellemlange Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	163.155	246.564
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	15.173	19.129
Andre renteindtægter	26	4
I alt renteindtægter	178.353	265.697

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	891	0
I alt renteudgifter	891	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷ 155.817	384.273
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 10.575	39.970
Renteforretninger	÷ 5.172	10.990
I alt kursgevinster og -tab	÷ 171.564	435.233

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

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	365	419
Managementhonorar	39.437	0	49.056	0
Fast administrationshonorar	8.764	0	9.763	0
I alt opdelt adm.omk.	48.201	0	59.185	419
I alt adm.omkostninger		48.201		59.604

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

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	177.462	265.697	0
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	891	0	0
Kursgevinst til udlodning	189.682	233.522	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷ 31.104	÷ 46.028	0
Udlodning overført fra sidste år	7.961	7.901	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	344.892	461.092	0
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	48.201	59.604	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	3.476	4.654	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	300.168	406.142	0

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	96.061.385	9.746.252	126.275.453	12.436.191
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 297.790		÷ 239.923
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		15.266		27.485
Emissioner i året	96.258	9.578	56.542	5.611
Indløsninger i året	÷ 14.835.074	÷ 1.472.888	÷ 30.270.610	÷ 3.026.985
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.410		2.938
Foreslået udlodning		211.439		297.790
Overførsel af periodens resultat		÷ 342.471		235.184
Overført til udlodning næste år		3.830		7.961
I alt medlemmernes formue	81.322.569	7.874.625	96.061.385	9.746.252

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.			
Børsnoterede finansielle instrumenter		101,4	100,1
I alt finansielle instrumenter		101,4	100,1
Øvrige akiver og passiver		÷ 1,4	÷ 0,1
I alt		100,0	100,0

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

Danske Indeksobligationer

Investerer i danske indeksobligationer.
Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 2,44 pct., mens benchmark steg 2,75 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Ved årets start var vores forventning, at afkastet på danske indeksobligationer ville blive lavt om end positivt samt højere end afkastet på sammenlignelige, almindelige obligationer. Forventningen om højere afkast blev mere end indfriet, idet afkastet blev væsentligt højere end afkastet på almindelige obligationer.

Markedet

I første halvår 2015 nød de danske indeksobligationer godt af den spirende økonomiske vækst i Europa og stigende oliepriser. Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede i starten af året et historisk stort opkøbsprogram af statsobligationer. Formålet var at presse renterne ned, styrke den økonomiske vækst samt forøge den historisk lave inflation. Den meget lempelige pengepolitik medvirkede til at fjerne frygten for deflation. I andet halvår faldt oliepriserne kraftigt. For at imødegå deflationstruslen lempede ECB i december pengepolitikken yderligere ved bl.a. rentenedsættelse og forlængelse af det tidligere udmeldte opkøbsprogram af obligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,31 pct. lavere end benchmark. Afdelingens lavere andel af den 10-årige danske statsindeksobligation end andelen i markedet bidrog positivt til afdelingens afkast i 2015. Den 10-årige statsobligation gav kun 0,86 pct. i afkast. Beholdningen af korte jordbrugs-indeksobligationer med udløb i 2019 og 2021 trak derimod afkastet ned i 2015, idet korte realkreditindeksobligationer typisk gav lavere afkast end lange realkreditindeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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 investorernes afkast. Det danske

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1996

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Nykredit IL-indeks (MTG)

Fondskode: DK0015942650

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

1-3 år	4,0%
3-5 år	31,2%
5-10 år	62,0%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,19
Standardafvigelse	3,80
Tracking error	1,24
Information Ratio	-0,20
Sharpe Ratio (benchm.)	0,26
Standardafvigelse (benchm.)	3,75

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Danske Indeksobligationer

renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Den Europæiske Centralbank vil fortsat føre en lempelig pengepolitik med lave renter og foretage opkøb af obligationer i hele 2016 for at understøtte den økonomiske vækst i Europa. Væksten forventes derudover at blive understøttet af en betydelig stigning i offentligt forbrug til migranter. Vi vurderer, at inflationen vil være lav i 2016, men at den vil tiltage henover året. Begynder inflationen mod forventning ikke at stige, når vi er nogle måneder inde i 2016, forventer vi, at der vil komme yderligere tiltag fra ECB for at forøge økonomisk vækst og inflation.

Vi forventer, at afkastet på danske indeksobligationer bliver på niveau med sammenlignelige, almindelige obligationer, idet inflationsforventningerne er moderate.

Afdelingen forventes at følge en investeringsstrategi, hvor andelen af lange realkreditindeksobligationer vil blive mindsket og andelen af den 10-årige statsindeksobligation forøget.

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

Danske Indeksobligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	2.603	3.808	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	20	0	Indestående i depotselskab	277	107
I alt renter og udbytter	2.583	3.808	I alt likvide midler	277	107
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	3.646	7.197	Not. obl. fra danske udstedere	146.849	177.809
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	146.849	177.809
I alt kursgevinster og -tab	3.646	7.197	Andre aktiver:		
I alt indtægter	6.228	11.005	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.128	1.539
5 Administrationsomkostninger	936	1.180	I alt andre aktiver	1.128	1.539
Resultat før skat	5.292	9.825	Aktiver i alt	148.253	179.455
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	5.292	9.825	7 Medlemmernes formue	148.247	179.403
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	12.889	22.611	Skyldige omkostninger	6	52
Overført til udlodning næste år	14	0	I alt anden gæld	6	52
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	12.903	22.611	Passiver i alt	148.253	179.455
Overført til formuen	÷7.611	÷12.786			
I alt disponeret	5.292	9.825			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	12,62	6,33	÷4,59	4,87	2,44
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	6,14	2,75
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,88	128,85	120,32	113,46	102,37
Nettoresultat (t.DKK)	45.478	24.225	÷14.971	9.825	5.292
Udbytte (DKK pr. andel)	3,75	2,75	12,20	14,30	8,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,56	0,57	0,56	0,56	0,56
ÅOP	0,60	0,61	0,60	0,60	0,60
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,01	0,01	0,11	0,07
Medlemmernes formue (t.DKK)	394.197	388.947	259.905	179.403	148.247
Antal andele	3.156.504	3.018.504	2.160.204	1.581.204	1.448.204
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danske Indeksobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.603	3.808
I alt renteindtægter	2.603	3.808

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	20	0
I alt renteudgifter	20	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.646	7.197
I alt kursgevinster og -tab	3.646	7.197

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

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	8	9
Managementonorar	752	0	957	0
Fast administrationsonorar	184	0	207	0
I alt opdelte adm.omk.	936	0	1.172	9
I alt adm.omkostninger		936		1.180

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

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter		2.583		3.808
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.		20		0
Kursgevinst til udlodning		12.213		25.206
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster		÷ 1.037		÷ 5.430
Udlodning overført fra sidste år		0		70
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger		13.779		23.654
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		936		1.180
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		60		137
I alt til rådighed for udlodning, brutto		12.903		22.611
I alt til rådighed for udlodning, netto		12.903		22.611

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.581.204	179.403	2.160.204	259.905
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 22.611		÷ 26.354
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		903
Emissioner i året	0	0	5.553	604
Indløsninger i året	÷ 133.000	÷ 13.872	÷ 584.553	÷ 65.637
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		35		158
Foreslået udlodning		12.889		22.611
Overførsel af periodens resultat		÷ 7.611		÷ 12.786
Overført til udlodning næste år		14		0
I alt medlemmernes formue	1.448.204	148.247	1.581.204	179.403

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	99,1
I alt finansielle instrumenter	99,1	99,1
Øvrige akiver og passiver	0,9	0,9
I alt	100,0	100,0

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

Danske Korte Obligationer

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 0,02 pct., mens benchmark steg 0,04 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil henover året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015. Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,02 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste investeringer blev beholdningen af høj kupon real-

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2004

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 2 år:

Fondskode: DK0016290422

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	33,6%
1-3 år	22,9%
3-5 år	25,5%
5-10 år	14,2%
Øvrige inkl. likvide	3,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	1,05
Tracking error	0,48
Information Ratio	0,38
Sharpe Ratio (benchm.)	0,59
Standardafvigelse (benchm.)	1,22

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Danske Korte Obligationer

kreditobligationer, som gennem året gav et afkast på mellem 1 pct. og 3 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer samt en mindre beholdning af skibskreditobligationer, som gav et negativt afkast på mellem 1 og 3,5 pct.

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Danske Korte Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	61.286	85.467	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	155	0	Indestående i depotselskab	65.336	679
I alt renter og udbytter	61.131	85.467	I alt likvide midler	65.336	679
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷53.179	7.123	Not. obl. fra danske udstedere	2.831.290	3.194.861
Afledte finansielle instr.	÷497	178	Not. obl. fra udl. udstedere	81.704	205.388
Valutakonti	58	÷4	I alt obligationer	2.912.993	3.400.249
4 Handelsomkostninger	0	0	Afl. finansielle instr.:		
I alt kursgevinster og -tab	÷53.619	7.297	Not. afl. finansielle instr.	0	234
I alt indtægter	7.512	92.764	I alt afledte finansielle instr.	0	234
5 Administrationsomkostninger	7.854	15.484	Andre aktiver:		
Resultat før skat	÷342	77.280	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	14.727	20.284
Skat	0	0	I alt andre aktiver	14.727	20.284
Årets nettoresultat	÷342	77.280	Aktiver i alt	2.993.056	3.421.446
Overskudsdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	49.809	66.870	7 Medlemmernes formue	2.938.782	3.419.509
Overført til udlodning næste år	759	1.690	Afledte finansielle instrumenter:		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	50.568	68.560	Unot. afl. finansielle instr.	0	43
Overført til formuen	÷50.911	8.720	I alt afledte finansielle instr.	0	43
I alt disponeret	÷342	77.280	Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	83	669
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	54.191	1.225
			I alt anden gæld	54.274	1.894
			Passiver i alt	2.993.056	3.421.446

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	2,83	3,66	1,11	1,87	0,02
Benchmarkafkast (pct.)	4,40	2,14	÷0,13	2,55	0,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,77	103,44	102,27	102,27	100,30
Nettoresultat (t.DKK)	81.433	146.867	51.628	77.280	÷342
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	2,30	1,90	2,00	1,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,38	0,37	0,37	0,38	0,25
ÅOP	0,56	0,55	0,50	0,52	0,41
Omsætningshastighed (antal gange)	0,55	0,46	0,22	0,45	0,50
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.993.687	5.080.586	4.457.013	3.419.509	2.938.782
Antal andele	39.241.057	49.115.400	43.579.060	33.434.802	29.299.651
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danske Korte Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	58.754	81.994
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.532	3.473
I alt renteindtægter	61.286	85.467

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	155	0
I alt renteudgifter	155	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+51.298	1.405
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+1.881	5.718
Terminforretninger/futures m.m.	+161	5
Renteforretninger	+336	173
Valutakonti	58	+4
I alt kursgevinster og -tab	+53.619	7.297

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

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

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	131	151
Managementhonorar	4.675	0	11.519	0
Fast administrationshonorar	3.179	0	3.683	0
I alt opdelte adm.omk.	7.854	0	15.334	151
I alt adm.omkostninger	7.854	7.854	15.484	15.484

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

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

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	61.131	85.467
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	155	0
Kursgevinst til udlodning	+410	11.066
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+4.757	+14.976
Udlodning overført fra sidste år	1.690	200
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	57.809	81.757
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.854	15.484
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	613	2.287
I alt til rådighed for udlodning, netto	50.568	68.560

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	33.434.802	3.419.509	43.579.060	4.457.013
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+66.870		+82.800
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.873		6.081
Emissioner i året	1.217.214	123.009	1.639.995	167.421
Indløsninger i året	+5.352.365	+540.056	+11.784.253	+1.206.757
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		658		1.272
Foreslået udlodning		49.809		66.870
Overførsel af periodens resultat		+50.911		8.720
Overført til udlodning næste år		759		1.690
I alt medlemmernes formue	29.299.651	2.938.782	33.434.802	3.419.509

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	99,4
I alt finansielle instrumenter	99,1	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,9	0,6
I alt	100,0	100,0

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

Danske Lange Obligationer

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro, hvor minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer, har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuelle valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,65 pct., mens benchmark faldt 0,36 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 – den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015. Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,29 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste investeringer var beholdningen af 3,5% 30-årige

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2001

Risikoindikator [1-7]: 3

Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 6 år

Fondskode: DK0016105380

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	0,7%
1-3 år	26,0%
3-5 år	27,0%
5-10 år	22,6%
Over 10 år	22,1%
Øvrige inkl. likvide	1,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,65
Standardafvigelse	3,57
Tracking error	0,94
Information Ratio	0,27
Sharpe Ratio (benchm.)	0,57
Standardafvigelse (benchm.)	3,62

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Danske Lange Obligationer

konverterbare, som gennem året gav et afkast på ca. 1,1 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav et negativt afkast på mellem 2 og 4 pct.

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Danske Lange Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	81.760	115.236	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	166	0	Indestående i depotselskab	2.736	6.940
I alt renter og udbytter	81.595	115.236	I alt likvide midler	2.736	6.940
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷106.966	270.353	Not. obl. fra danske udstedere	3.349.405	3.919.437
Afledte finansielle instr.	27.819	5.802	Not. obl. fra udl. udstedere	200.859	338.357
Valutakonti	1	÷7	I alt obligationer	3.550.264	4.257.793
4 Handelsomkostninger	0	0	Afl. finansielle instr.:		
I alt kursgevinster og -tab	÷79.146	276.148	Not. afl. finansielle instr.	0	70
I alt indtægter	2.449	391.384	Unot. afl. finansielle instr.	748	295
5 Administrationsomkostninger	22.098	24.542	I alt afledte finansielle instr.	748	365
Resultat før skat	÷19.650	366.842	Andre aktiver:		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	24.895	31.779
Årets nettoresultat	÷19.650	366.842	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	105.368
Overskudsdisponering			I alt andre aktiver	24.895	137.147
Foreslået udlodning	111.219	206.248	Aktiver i alt	3.578.643	4.402.247
Udbetalt acontoudlodning	37.761	51.135	Passiver		
Overført til udlodning næste år	463	3.007	7 Medlemmernes formue	3.505.373	4.240.145
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	149.443	260.390	Afledte finansielle instrumenter:		
Overført til formuen	÷169.093	106.452	Unot. afl. finansielle instr.	4.995	123
I alt disponeret	÷19.650	366.842	I alt afledte finansielle instr.	4.995	123
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	136	1.192
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	68.139	160.786
			I alt anden gæld	68.275	161.978
			Passiver i alt	3.578.643	4.402.247

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	9,45	7,45	÷0,40	8,56	÷0,65
Benchmarkafkast (pct.)	11,40	4,32	÷2,30	9,51	÷0,36
Indre værdi (DKK pr. andel)	111,28	115,65	108,23	111,02	104,01
Nettoresultat (t.DKK)	573.618	456.501	÷27.227	366.842	÷19.650
Udbytte (DKK pr. andel)	3,75	6,85	6,80	6,70	4,40
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,55	0,54	0,55	0,57
ÅOP	0,78	0,78	0,71	0,72	0,64
Omsætningshastighed (antal gange)	0,20	0,51	0,56	0,35	1,92
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.962.797	6.242.692	4.822.248	4.240.145	3.505.373
Antal andele	62.570.094	53.977.935	44.554.337	38.193.994	33.702.652
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danske Lange Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	71.610	102.098
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	10.151	13.138
I alt renteindtægter	81.760	115.236

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	166	0
I alt renteudgifter	166	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+101.720	247.564
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+5.246	22.790
Terminforretninger/futures m.m.	+926	24
Renteforretninger	28.745	5.778
Valutakonti	1	+7
Handelsomkostninger	0	0
I alt kursgevinster og -tab	+79.146	276.148

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+1	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	141	160
Managementhonorar	18.247	0	20.191	0
Fast administrationshonorar	3.851	0	4.050	0
I alt opdelte adm.omk.	22.098	0	24.381	160
I alt adm.omkostninger		22.098		24.542

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

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING	2015	2014
Renter og udbytter	81.595	115.236
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	166	0
Kursgevinst til udlodning	98.883	177.700
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	+13.323	+12.666
Udlodning overført fra sidste år	3.007	3.753
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	170.328	284.023
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	22.098	24.542
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.214	909
I alt til rådighed for udlodning, netto	149.443	260.390

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	38.193.994	4.240.145	44.554.337	4.822.248
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+206.248		+218.316
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		9.094		14.851
Emissioner i året	713.658	78.415	254.443	27.295
Indløsninger i året	+5.205.000	+559.297	+6.614.786	+722.368
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		674		727
Foreslået udlodning		111.219		206.248
Overførsel af periodens resultat		+169.093		106.452
Overført til udlodning næste år		463		3.007
I alt medlemmernes formue	33.702.652	3.505.373	38.193.994	4.240.145

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	101,3	100,4
Øvrige finansielle instrumenter	+0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	101,2	100,4
Øvrige aktiver og passiver	+1,2	+0,4
I alt	100,0	100,0

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

Euro High Yield-Obligationer

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

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high-yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 0,44 pct., mens benchmark steg 0,42 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen

har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast til trods for svagt stigende europæiske statsrenter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Der var store udsving i kreditspændene i årets løb, og de blev udvidet med 0,71 procentpoint til 4,58 pct. I årets første kvartal kørte kreditspændene helt ind til 3,29 pct. Øget risikoaversion som følge af geopolitisk usikkerhed, afdæmpede økonomiske vækstudsigter på de nye markeder, herunder Kina, og enkeltstående, negative selskabsnyheder pressede derefter kreditspændene længere ud resten af året.

Olie- og energiproducerende selskaber samt efterforsknings- og serviceselskaber havde det som i 2014 fortsat svært, og selskaber inden for metaller kom også under pres som følge af kraftige prisfald på metaller. Selvom den økonomiske vækst i Europa overraskede positivt med små inflations-tegn, var der også gældssatte selskaber uden for energi- og råvaresektorerne, der havde det svært. Den store spanske koncern inden for vedvarende energi Abengoa måtte f.eks. gå i betalingsstandsning. VW-skandalen var også en negativ begivenhed, som midlertidigt havde en negativ afsmittning på high yield-markedet på flere leverandører til bilbranchen. Tendensen til, at selskaberne vælger kapitalmarkedsgæld frem for bankgæld, fortsatte i 2015, men nettoudstedelsen opfyldte ikke de fleste analytikers forventninger. Særligt mod årets afslutning medførte øget risikoaversion forholdsvis få nyudstedelser.

D: Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,02 procentpoint højere end ændringen i benchmark. En overvægt af forsikringsobligationer og obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til det relative afkast sammen med en undervægt inden for kapitalgoder, dvs. råvarerelaterede selskaber. En del af de positive

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	10,4%
1-3 år	27,2%
3-5 år	34,9%
5-10 år	20,9%
Øvrige inkl. likvide	6,6%

Euro High Yield-Obligationer

bidrag var relateret til porteføljens undervægt af de obligationer, der klarerede sig dårligst i benchmark, herunder Bombardier, Isolux, Origin Energy, Abengoa, samt en overvægt af fiskefoderproducenten EWOS, som blev opkøbt af Cargill, der har en kreditvurdering på A. Afdelingens afkast blev negativt påvirket af den lille, men positive, eksponering til udstedere som f.eks. Seadrill og North Atlantic Drilling samt overvægten af den portugisiske bank NovoBanco, hvor nogle af bankens foranstillede usikrede obligationer blev anvendt til at rekapitalisere banken i udgangen af december.

Specifikke risici

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige, hvilket kan få investorerne til at forlade aktivklassen. Uventede dårlige økonomiske udsigter for de europæiske lande og øget geopolitisk turbulens og spændinger kan forårsage en ændring i risikovilligheden. Såfremt der ikke indtræder negative begivenheder, eller hvis vækstudsigterne bliver mere positive end forventet, kan det omvendt føre til lave risikopræmier, dvs. kreditspænd, og dermed til højere samlede afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2016. Generelt er vi henholdende med de lavest forrentede papirer (CCC og derunder), og vi forventer højere selskabsspecifikke risici. Dette understreger vigtigheden af papir- og sektorvalg også i 2016.

Den begrænsede likviditet i obligationerne, som blandt andet kan henføres til nye bankregler, der blev strammet yderligere i 2015, vil formentlig skabe større udsving i obligationskurserne. Dette ser vi ikke kun som en risiko, men også som en mulighed for at justere vores investeringer på attraktive niveauer.

Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer (med en B-vurdering eller CCC). Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande frem for Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af økonomisk velfunderede virksomheder frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at Afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med Afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer eller den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Euro High Yield-Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:					
1 Renteindtægter	71.918	24.844			
2 Renteudgifter	440	0			
I alt renter og udbytter	71.478	24.844			
Kursgevinster og -tab:					
3 Obligationer	÷76.938	7.761			
Afledte finansielle instr.	÷9.092	÷2.202			
Valutakonti	÷1.526	2.613			
Øvrige aktiver/passiver	0	0			
4 Handelsomkostninger	÷3	÷22			
I alt kursgevinster og -tab	÷87.559	8.151			
I alt indtægter	÷16.081	32.995			
5 Administrationsomkostninger	16.108	5.036			
Resultat før skat	÷32.189	27.959			
Skat	0	0			
Årets nettoresultat	÷32.189	27.959			
Overskudsdisponering					
Foreslået udlodning	60.706	39.598			
Overført til udlodning næste år	834	266			
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	61.540	39.864			
Overført til formuen	÷93.728	÷11.905			
I alt disponeret	÷32.189	27.959			
Aktiver					
Likvide midler:					
Indestående i depotselskab			119.736	28.056	
I alt likvide midler			119.736	28.056	
Obligationer:					
Not. obl. fra danske udstedere			24.963	0	
Not. obl. fra udl. udstedere			1.652.276	399.170	
I alt obligationer			1.677.239	399.170	
Afl. finansielle instr.:					
Unot. afl. finansielle instr.			856	104	
I alt afledte finansielle instr.			856	104	
Andre aktiver:					
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.			34.444	8.726	
I alt andre aktiver			34.444	8.726	
Aktiver i alt			1.832.275	436.056	
Passiver					
7 Medlemmernes formue			1.830.799	434.690	
Afledte finansielle instrumenter:					
Unot. afl. finansielle instr.			1.324	1.129	
I alt afledte finansielle instr.			1.324	1.129	
Anden gæld:					
Skyldige omkostninger			152	236	
I alt anden gæld			152	236	
Passiver i alt			1.832.275	436.056	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Afkast (pct.)*	-	-	4,01	5,66	0,44
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	3,80	5,49	0,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	104,01	108,68	99,52
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	21.026	27.959	÷32.189
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	1,20	9,90	3,30
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,08	1,10	1,13
ÅOP	-	-	1,41	1,37	1,29
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,09	0,58	0,03
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	591.156	434.690	1.830.799
Antal andele	-	-	5.683.532	3.999.764	18.395.651
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Euro High Yield-Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	3	8
Noterede obligationer fra danske udstedere	507	152
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	71.240	24.618
Andre renteindtægter	168	66
I alt renteindtægter	71.918	24.844
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	440	0
I alt renteudgifter	440	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+543	165
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+76.395	7.596
Terminforretninger/futures m.m.	+9.092	+2.202
Valutakonti	+1.526	2.613
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	+3	+22
I alt kursgevinster og -tab	+87.559	8.151

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+75	+62
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	71	40
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+3	+22

	NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
	2015	2014	2015	2014
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	59	21
Managementhonorar	14.103	0	4.390	0
Fast administrationshonorar	2.004	0	566	0
I alt opdelte adm.omk.	16.108	0	5.015	21
I alt adm.omkostninger		16.108		5.036

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

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	71.478	24.844
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	440	0
Kursgevinst til udlodning	+10.902	21.540
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	21.689	+1.641
Udlodning overført fra sidste år	266	445
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	82.971	45.188
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	16.108	5.036
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+5.324	+289
I alt til rådighed for udlodning, netto	61.540	39.864

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.999.764	434.690	5.683.532	591.156
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+39.598		+6.820
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+61.605		1.911
Emissioner i året	18.438.793	1.936.009	3.884.845	414.972
Indløsninger i året	+4.042.906	+413.518	+5.568.613	+597.728
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		7.009		3.239
Foreslået udlodning		60.706		39.598
Overførsel af periodens resultat		+93.728		+11.905
Overført til udlodning næste år		834		266
I alt medlemmernes formue	18.395.651	1.830.799	3.999.764	434.690

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,6	91,8
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	+0,2
I alt finansielle instrumenter	91,6	91,6
Øvrige aktiver og passiver	8,4	8,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	4.945	0
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	9.468	0
I alt	14.413	

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

Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

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

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

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

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

Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	246.997	205.108	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	808	0	Indestående i depotselskab	380.122	140.267
I alt renter og udbytter	246.189	205.108	I alt likvide midler	380.122	140.267
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷165.268	10.426	Not. obl. fra danske udstedere	67.317	0
Afledte finansielle instr.	÷46.432	÷85.177	Not. obl. fra udl. udstedere	4.656.261	3.596.236
Valutakonti	10.160	13.684	I alt obligationer	4.723.577	3.596.236
Øvrige aktiver/passiver	÷23	21	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷223	÷200	Unot. afl. finansielle instr.	23.450	3.376
I alt kursgevinster og -tab	÷201.785	÷61.245	I alt afledte finansielle instr.	23.450	3.376
I alt indtægter	44.404	143.863	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	52.462	41.536	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	99.248	81.308
Resultat før skat	÷8.057	102.327	Mellemvær. vedr. handelsafv.	801	24.075
Skat	0	0	I alt andre aktiver	100.049	105.382
Årets nettoresultat	÷8.057	102.327	Aktiver i alt	5.227.198	3.845.261
Overskudsdisponering			Passiver		
Overført til formuen	÷8.057	102.327	6 Medlemmernes formue	5.214.568	3.803.710
I alt disponeret	÷8.057	102.327	Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	12.188	39.507
			I alt afledte finansielle instr.	12.188	39.507
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	442	2.043
			I alt anden gæld	442	2.043
			Passiver i alt	5.227.198	3.845.261

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	4.323	160.545	261.879	102.327	÷8.057
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,03	0,51	0,37	0,48	0,46
Medlemmernes formue (t.DKK)	321.458	1.082.626	4.153.248	3.803.710	5.214.568

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	6	29
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.297	879
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	245.184	203.307
Andre renteindtægter	510	894
I alt renteindtægter	246.997	205.108

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	808	0
I alt renteudgifter	808	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷832	706
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷164.436	9.720
Terminforretninger/futures m.m.	÷46.432	÷85.177
Valutakonti	10.160	13.684
Øvrige aktiver/passiver	÷23	21
Handelsomkostninger	÷223	÷200
I alt kursgevinster og -tab	÷201.785	÷61.245

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷341	÷364
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	119	164
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷223	÷200

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	403	145
Managementhonorar	45.195	0	35.830	0
Fast administrationshonorar	7.267	0	5.159	0
I alt opdelte adm.omk.	52.462	0	41.391	145
I alt adm.omkostninger		52.462		41.536

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

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		3.803.710		4.153.248
Emissioner i året		1.818.689		1.307.442
Indløsninger i året		÷409.883		÷1.774.250
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		10.109		14.943
Overførsel af periodens resultat		÷8.057		102.327
I alt medlemmernes formue		5.214.568		3.803.710

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	90,6	94,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	÷0,9
I alt finansielle instrumenter	90,8	93,6
Øvrige aktiver og passiver	9,2	6,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	15.214	0
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	30.298	0
I alt	45.512	

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

Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 2,17 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 2,03 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast til trods for svagt stigende europæiske statsrenter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Der var store udsving i kreditspændene i årets løb, og de blev udvidet med 0,71 procentpoint til 4,58 pct. I årets første kvartal kørte kreditspændene helt ind til 3,29 pct. Øget risikoaversion som følge af geopolitisk usikkerhed, afdæmpede økonomiske vækstudsigter i de nye markeder, herunder Kina, og enkeltstående negative selskabsnyheder pressede derefter kreditspændene længere ud resten af året.

Olie- og energiproducerende selskaber samt efterforsknings- og serviceselskaber havde det som i 2014 fortsat svært, og selskaber inden for metaller kom også under pres som følge af kraftige prisfald på metaller. Selvom den økonomiske vækst i Europa overraskede positivt med små inflations-tegn, var der også gældsatte selskaber uden for energi- og råvaresektorerne, der havde det svært. Den store spanske koncern inden for vedvarende energi Abengoa måtte f.eks. gå i betalingsstandsning. VWV-skandalen var også en negativ begivenhed, som midlertidigt havde en negativ afsmitning på high yield-markedet på flere leverandører til bilbranchen. Tendensen til, at selskaberne vælger kapitalmarkedsgæld frem for bankgæld, fortsatte i 2015, men nettoudstedelsen opfyldte ikke de fleste analytikeres forventninger. Særligt mod årets afslutning medførte øget risikoaversion forholdsvis få nyudstedelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,14 procentpoint højere end ændringen i benchmark. En overvægt af forsikringsobligationer og obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til det relative afkast sammen med en undervægt inden for kapitalgoder, dvs. råvarerelaterede selskaber. En del af de positive bidrag var relateret til porteføljens undervægt af de obligationer, der klarerede sig dårligst i benchmark, herunder Bombardier, Isolux, Origin Energy, Abengoa, samt en overvægt af fiskefoderproducenten EWOS, som blev opkøbt af Cargill, der har en kreditvurdering på A. Andelsklassens afkast blev negativt påvirket af den lille, men positive, eksponering til udstedere som f.eks. Seadrill og North Atlantic Dril-

Andelsklassens profil

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

Varigheder

0-1 år	11,9%
1-3 år	27,9%
3-5 år	35,0%
5-10 år	19,0%
Øvrige inkl. likvide	6,2%

Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

ting samt overvægten af den portugisiske bank NovoBanco, hvor nogle af bankens foranstillede usikrede obligationer blev anvendt til at rekapitalisere banken i udgangen af december.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige, hvilket kan få dem til at forlade aktivklassen. Uventede dårlige økonomiske udsigter for de europæiske lande og øget geopolitisk turbulens og spændinger kan forårsage en ændring i risikovilligheden. Såfremt der ikke indtræder negative begivenheder, eller hvis vækstudsigterne bliver mere positive, end forventet, kan det omvendt føre til lave risikopræmier, dvs. kreditspænd, og dermed til højere samlede afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2016. Generelt er vi henholdende med de lavest forrentede papirer (CCC og derunder), og vi forventer højere selskabsspecifikke risici. Dette understreger vigtigheden af papir- og sektorvalg også i 2016.

Den begrænsede likviditet i obligationerne, som blandt andet kan henføres til nye bankregler, der blev strammet yderligere i 2015, vil formentlig skabe større udsving i obligationskursene. Dette ser vi ikke kun som en risiko, men også som en mulighed for at justere vores investeringer på attraktive niveauer.

Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer (med en B-vurdering eller CCC). Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande frem for Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af økonomisk velfunderede virksomheder frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	2,02	6,64	2,17
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	1,59	7,13	2,03
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	102,02	108,79	111,15
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	÷413	÷8.765	÷33.743
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,15	1,15	1,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	79.268	218.554	492.974
Antal andele	-	-	870.675	2.447.571	5.714.530
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷4.521	7.712
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷24.638	÷14.586
Administrationsomkostninger	4.584	1.890
Klassens resultat	÷33.743	÷8.765
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	218.554	79.268
Emissioner i året	308.567	177.072
Indløsninger i året	÷1.822	÷30.108
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.418	1.087
Overførsel af periodens resultat	÷33.743	÷8.765
Medlemmernes formue ultimo	492.974	218.554
Antal andele		
Andele primo året	2.447.571	870.675
Emissioner i året	3.286.248	1.890.180
Indløsninger i året	÷19.289	÷313.283
Andele ultimo året	5.714.530	2.447.571

Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 0,76 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 0,91 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast til trods for svagt stigende europæiske statsrenter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Der var store udsving i kreditspændene i årets løb, og de blev udvidet med 0,71 procentpoint til 4,58 pct. I årets første kvartal kørte kreditspændene helt ind til 3,29 pct. Øget risikoaversion som følge af geopolitisk usikkerhed, afdæmpede økonomiske vækstudsigter i de nye markeder, herunder Kina, og enkeltstående, negative selskabsnyheder pressede derefter kreditspændene længere ud resten af året.

Olie- og energiproducerende selskaber samt efterforsknings- og serviceselskaber havde det som i 2014 fortsat svært, og selskaber inden for metaller kom også under pres som følge af kraftige prisfald på metaller. Selvom den økonomiske vækst i Europa overraskede positivt med små inflations-tegn, var der også gældssatte selskaber uden for energi- og råvaresektorerne, der havde det svært. Den store spanske concern inden for vedvarende energi Abengoa måtte f.eks. gå i betalingsstandsning. VW-skandalen var også en negativ begivenhed, som midlertidigt havde en negativ afsmitning på high yield-markedet på flere leverandører til bilbranchen. Tendensen til, at selskaberne vælger kapitalmarkedsgæld frem for bankgæld, fortsatte i 2015, men nettoudstedelsen opfyldte ikke de fleste analytikers forventninger. Særligt mod årets afslutning medførte øget risikoaversion forholdsvist få nyudstedelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,15 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. En overvægt af forsikringsobligationer og obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til det relative afkast sammen med en undervægt inden for kapitalgoder, dvs. råvarerelaterede selskaber. En del af de positive bidrag var relateret til porteføljens undervægt af de obligationer, der klarerede sig dårligst i benchmark, herunder Bombardier, Isolux, Origin Energy, Abengoa, samt en overvægt af fiskefoderproducenten EWOS, som blev opkøbt af Cargill, der har en kreditvurdering på A. Andelsklassens afkast blev negativt påvirket af den lille, men positive, ekspo-

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
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	11,6%
1-3 år	27,1%
3-5 år	33,9%
5-10 år	18,4%
Øvrige inkl. likvide	9,0%

Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

nering til udstedere som f.eks. Seadrill og North Atlantic Drilling samt overvægten af den portugisiske bank NovoBanco, hvor nogle af bankens foranstillede usikrede obligationer blev anvendt til at rekapitalisere banken i udgangen af december.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige, hvilket kan få dem til at forlade aktivklassen. Uventede dårlige økonomiske udsigter for de europæiske lande og øget geopolitisk turbulens og spændinger kan forårsage en ændring i risikovilligheden. Såfremt der ikke indtræder negative begivenheder, eller hvis vækstudsigterne bliver mere positive end forventet, kan det omvendt føre til lave risikopræmier, dvs. kreditspænd, og dermed til højere samlede afkast.

Forventning til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2016. Generelt er vi henholdende med de lavest forrentede papirer (CCC og derunder), og vi forventer højere selskabsspecifikke risici. Dette understreger vigtigheden af papir- og sektorvalg også i 2016.

Den begrænsede likviditet i obligationerne, som blandt andet kan henføres til nye bankregler, der blev strammet yderligere i 2015, vil formentlig skabe større udsving i obligationskursene. Dette ser vi ikke kun som en risiko, men også som en mulighed for at justere vores investeringer på attraktive niveauer.

Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer (med en B-vurdering eller CCC). Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande frem for Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af økonomisk velfunderede virksomheder frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	10,06	5,21	0,76
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	11,21	6,14	0,91
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	110,06	115,80	116,68
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	17.134	+28.326	32.949
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,15	1,14	1,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	439.512	848.643	1.222.057
Antal andele	-	-	4.737.052	9.322.247	12.852.736
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	+10.185	28.929
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	55.689	+49.489
Administrationsomkostninger	12.555	7.766
Klassens resultat	32.949	+28.326
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	848.643	439.512
Emissioner i året	588.520	823.453
Indløsninger i året	+251.859	+391.353
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.805	5.357
Overførsel af periodens resultat	32.949	+28.326
Medlemmernes formue ultimo	1.222.057	848.643
Antal andele		
Andele primo året	9.322.247	4.737.052
Emissioner i året	6.199.317	8.771.392
Indløsninger i året	+2.668.828	+4.186.197
Andele ultimo året	12.852.736	9.322.247

Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high-yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 0,49 pct., mens benchmark steg 0,42 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast til trods for svagt stigende europæiske statsrenter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige traditionelle statsobligationer (kreditspænd).

Markedet

Der var store udsving i kreditspændene i årets løb, og de blev udvidet med 0,71 procentpoint til 4,58 pct. I årets første kvartal kørte kreditspændene helt ind til 3,29 pct. Øget risikoaversion som følge af geopolitisk usikkerhed, afdæmpede økonomiske vækstudsigter i de nye markeder, herunder Kina, og enkeltstående, negative selskabsnyheder pressede derefter kreditspændene længere ud resten af året.

Olie- og energiproducerende selskaber samt efterforsknings- og serviceselskaber havde det som i 2014 fortsat svært, og selskaber inden for metaller kom også under pres som følge af kraftige prisfald på metaller. Selvom den økonomiske vækst i Europa overraskede positivt med små inflations-tegn, var der også gældsatte selskaber uden for energi- og råvaresektorerne, der havde det svært. Den store spanske koncern inden for vedvarende energi Abengoa måtte f.eks. gå i betalingsstandsning. VW-skandalen var også en negativ begivenhed, som midlertidigt havde en negativ afsmitning på high yield-markedet på flere leverandører til bilbranchen. Tendensen til, at selskaberne vælger kapitalmarkedsgæld frem for bankgæld, fortsatte i 2015, men nettoudstedelsen opfyldte ikke de fleste analytikeres forventninger. Særligt mod årets afslutning medførte øget risikoaversion forholdsvis få nyudstedelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,07 procentpoint højere end ændringen i benchmark. En overvægt af forsikringsobligationer og obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug bidrog positivt til det relative afkast sammen med en undervægt inden for kapitalgoder, dvs. råvarerelaterede selskaber. En del af de positive bidrag var relateret til porteføljens undervægt af de obligationer, der klarerede sig dårligst i benchmark, herunder Bombardier, Isolux, Origin Energy, Abengoa, samt en overvægt af fiskefoderproducenten EWOS, som blev opkøbt af Cargill, der har en kreditvurdering på A. Andelsklassens

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator (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	11,8%
1-3 år	27,6%
3-5 år	34,5%
5-10 år	18,7%
Øvrige inkl. likvide	7,4%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,13
Standardafvigelse	4,34
Tracking error	0,72
Information Ratio	-0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,20
Standardafvigelse (benchm.)	4,20

Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

afkast blev negativt påvirket af den lille, men positive, eksponering til udstedere som f.eks. Seadrill og North Atlantic Drilling samt overvægten af den portugisiske bank NovoBanco, hvor nogle af bankens foranstillede usikrede obligationer blev anvendt til at rekapitalisere banken i udgangen af december.

Specifikke risici

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er, hvis investorerne bliver mindre risikovillige, hvilket kan få investorerne til at forlade aktivklassen. Uventede dårlige økonomiske udsigter for de europæiske lande og øget geopolitisk turbulens og spændinger kan forårsage en ændring i risikovilligheden. Såfremt der ikke indtræder negative begivenheder, eller hvis vækstudsigterne bliver mere positive end forventet, kan det omvendt føre til lave risikopræmier, dvs. kreditspænd, og dermed til højere samlede afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2016. Generelt er vi henholdende med de lavest forrentede papirer (CCC og derunder), og vi forventer højere selskabsspecifikke risici. Dette understreger vigtigheden af papir- og sektorvalg også i 2016.

Den begrænsede likviditet i obligationerne, som blandt andet kan henføres til nye bankregler, der blev strammet yderligere i 2015, vil formentlig skabe større udsving i obligationskursene. Dette ser vi ikke kun som en risiko, men også som en mulighed for at justere vores investeringer på attraktive niveauer.

Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer (med en B-vurdering eller CCC). Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande frem for Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af økonomisk velfunderede virksomheder frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)*	3,22	27,88	10,04	5,04	0,49
Benchmarkafkast (pct.)*	0,46	27,57	9,99	5,49	0,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	10,32	13,20	108,33	113,79	114,35
Nettoreultat (t.DKK)*	4.323	160.545	245.159	139.418	÷7.263
Administrationsomkostninger (pct.)	1,19	1,08	1,10	1,10	1,12
ÅOP	1,68	1,56	1,42	1,37	1,29
Medlemmernes formue (t.DKK)	321.458	1.082.626	3.634.468	2.736.513	3.499.536
Antal andele	4.190.240	10.993.387	33.550.623	24.049.999	30.604.574
Stykstørrelse i DKK	10	10	100	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	28.060	170.940
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	35.323	31.523
Klassens resultat	÷7.263	139.418
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	2.736.513	3.634.468
Emissioner i året	921.602	306.918
Indløsninger i året	÷156.202	÷1.352.789
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.886	8.499
Overførsel af periodens resultat	÷7.263	139.418
Medlemmernes formue ultimo	3.499.536	2.736.513
Antal andele		
Andele primo året	24.049.999	33.550.623
Emissioner i året	7.901.431	2.738.951
Indløsninger i året	÷1.346.856	÷12.239.575
Andele ultimo året	30.604.574	24.049.999

Euro Investment Grade-Obligationer

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, DKK, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i virksomheds- og kreditobligationer udstedt i EUR. 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,33 pct., mens benchmark faldt 1,11 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af svagt stigende statsrenter samt udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kredit-spændet).

Markedet

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

Markedet var i begyndelsen af 2015 præget af ECB's store opkøbsprogram af statsobligationer. Renterne faldt markant frem til medio april 2015, hvorefter de igen steg og udlignede faldet. Kreditspændene kørte ind frem til 9. marts 2015, hvor opkøbsprogrammet startede for blot at køre ud til samme niveau, som da året startede på frem mod ultimo marts. I andet kvartal kørte kreditspændene kraftigt ud, da der var stor usikkerhed i relation til valget i Grækenland, den økonomiske vækst var aftagende i Kina, samt at råvarepriserne var faldende. Samtidig var der en markant udstedelse af nye kreditobligationer, hvilket lagde et pres på kreditspændene. I løbet af juli 2015 kom der igen købere i markedet, men det holdt ikke længe, og kreditspændene fortsatte ud til årets højeste niveau ultimo september 2015 drevet af et fortsat pres på råvarepriserne ligesom skandalen hos VW også påvirkede markedet negativt. I 4. kvartal 2015 kørte kreditspændene en smule ind igen, hvilket primært var drevet af, at

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1999
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indeksset er hedget til DKK
Fondskode: DK0060448751
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	7,7%
1-3 år	21,0%
3-5 år	24,4%
5-10 år	42,7%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	3,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	3,35
Tracking error	0,52
Information Ratio	0,96
Sharpe Ratio (benchm.)	0,96
Standardafvigelse (benchm.)	3,10

Euro Investment Grade-Obligationer

der ikke havde været væsentlige negative overskrifter i kvartalet, ligesom udstedelsen af kreditobligationer var relativt lav i denne periode.

Den økonomiske vækst overraskede positivt i Europa, omend inflationen fortsat var lav, og under ECB's ønskede niveau. Sidst på året nedsatte ECB den pengepolitiske rente og forlængede de månedlige opkøb af europæiske statsobligationer, mens den amerikanske centralbank hævede renten for første gang i næsten 10 år.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,22 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Papirvalget gav det største positive bidrag til det relative afkast, hvor særligt investeringer inden for forsikring, banker og forsyningsvirksomhed stod for de største positive bidrag, mens basisindustri og ikke-cyklisk forbrug bidrog negativt. Det største enkeltbidrag kom fra det belgiske forsikringselskab Ageas. Afdelingen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end benchmark og blev derfor hårdere ramt af udvidelsen af kreditspændene. Sektorallokeringen gav et positivt bidrag til resultatet, som primært kom fra en overvægt i forsikringssektoren og undervægt i basisindustri.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

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

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

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

Euro Investment Grade-Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	136.071	202.056	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	293	0	Indestående i depotselskab	139.571	245.863
I alt renter og udbytter	135.778	202.056	I alt likvide midler	139.571	245.863
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷139.979	219.652	Not. obl. fra danske udstedere	192.001	260.018
Afledte finansielle instr.	÷40.338	59.789	Not. obl. fra udl. udstedere	3.285.033	4.715.473
Valutakonti	12.286	12.721	I alt obligationer	3.477.033	4.975.491
Øvrige aktiver/passiver	2.207	÷2.207	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷384	÷502	Unot. afl. finansielle instr.	2.039	2.493
I alt kursgevinster og -tab	÷166.208	289.453	I alt afledte finansielle instr.	2.039	2.493
I alt indtægter	÷30.430	491.509	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	34.674	41.490	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	56.981	87.379
Resultat før skat	÷65.105	450.019	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	36
Skat	0	0	I alt andre aktiver	56.981	87.416
Årets nettoresultat	÷65.105	450.019	Aktiver i alt	3.675.624	5.311.262
Overskudsdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	142.491	373.584	7 Medlemmernes formue	3.672.207	5.304.100
Overført til udlodning næste år	3.074	856	Afledte finansielle instrumenter:		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	145.565	374.440	Unot. afl. finansielle instr.	3.218	5.131
Overført til formuen	÷210.670	75.579	I alt afledte finansielle instr.	3.218	5.131
I alt disponeret	÷65.105	450.019	Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	199	2.031
			I alt anden gæld	199	2.031
			Passiver i alt	3.675.624	5.311.262

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	0,32	15,79	4,04	8,33	÷1,33
Benchmarkafkast (pct.)	0,61	13,93	2,37	8,24	÷1,11
Indre værdi (DKK pr. andel)	10.017,96	116,00	117,21	120,68	110,82
Nettoresultat (t.DKK)	24.221	1.010.635	249.976	450.019	÷65.105
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	3,40	6,00	8,50	4,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,58	0,70	0,77	0,74	0,78
ÅOP	0,89	0,94	0,99	0,95	0,92
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,34	0,43	0,51	0,53
Medlemmernes formue (t.DKK)	8.896.778	6.726.724	5.723.751	5.304.100	3.672.207
Antal andele	888.083	57.988.970	48.834.133	43.951.053	33.137.540
Stykstørrelse i DKK	10.000	100	100	100	100

Euro Investment Grade-Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	5
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.383	10.071
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	130.688	191.980
I alt renteindtægter	136.071	202.056

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	293	0
I alt renteudgifter	293	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷3.297	2.740
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+136.683	216.913
Terminforretninger/futures m.m.	+45.508	+8.951
Renteforretninger	5.169	68.740
Valutakonti	12.286	12.721
Øvrige aktiver/passiver	2.207	+2.207
Handelsomkostninger	÷384	÷502
I alt kursgevinster og -tab	+166.208	289.453

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷482	÷560
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	97	58
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+384	+502

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	552	196
Managementhonorar	28.466	0	33.627	0
Fast administrationshonorar	6.209	0	7.115	0
I alt opdelte adm.omk.	34.674	0	41.294	196
I alt adm.omkostninger		34.674		41.490

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

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING	2015	2014
Renter og udbytter	135.778	202.056
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	293	0
Kursgevinst til udlodning	86.414	237.636
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷47.852	÷29.352
Udlodning overført fra sidste år	856	3.293
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	175.489	413.633
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	34.674	41.490
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	4.751	2.297
I alt til rådighed for udlodning, netto	145.565	374.440

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	43.951.053	5.304.100	48.834.133	5.723.751
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷373.584		÷293.005
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.245		4.945
Emissioner i året	2.773.203	314.750	1.551.008	183.271
Indløsninger i året	÷13.586.716	÷1.510.178	÷6.434.088	÷766.625
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		978		1.745
Foreslået udlodning		142.491		373.584
Overførsel af periodens resultat		÷210.670		75.579
Overført til udlodning næste år		3.074		856
I alt medlemmernes formue	33.137.540	3.672.207	43.951.053	5.304.100

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	94,7	93,8
I alt finansielle instrumenter	94,7	93,8
Øvrige aktiver og passiver	5,3	6,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	0	21.246
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	0	44.602
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	17.339	13.839
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	20.626	0
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	22.076	0
I alt	60.041	79.687

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

Europa

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

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 13,33 pct., mens benchmark steg 8,46 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 4,87 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det var især vores aktievalg inden for finans-, sundheds- og energisektoren, der bidrog til merafkastet. Inden for finans var det betydelige merafkast bredt fordelt, idet både aktievalgene inden for bank, forsikring og diversificerede finansselskaber trak op i afkastet. Syv selskaber bidrog med mere end 20 basispunkter, hvor de mest markante var UBS, AXA og Swiss Re. Inden for sundhed var resultatbidraget fortrinsvis båret af biotekselskabet Genmab, der steg med 147 pct. især båret af godkendelsen af det

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 1989

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010252956

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	27,7%
Sundhedspleje	14,7%
Konsumentvarer	13,8%
Forbrugsgoder	11,3%
Industri	10,3%
Øvrige inkl. likvide	22,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,92
Standardafvigelse	11,65
Tracking error	3,00
Information Ratio	-0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	0,85
Standardafvigelse (benchm.)	12,63
Active share	74,16

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa

lovende knoglekræftmiddel Darazalex i USA. Inden for energi var resultatskabelsen båret af olieserviceselskabet Petrofac samt fravalget af integrerede olieselskaber. Mineaktierne Antofagasta og især Glencore var den primære årsag til et negativt bidrag inden for råvaresektoren.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier med en robust forretningsmodel og stærk pengestrømsgenerering eksempelvis inden for skadesforsikring samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningssevnen. Afdelingen er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til offentlig regulering (forsyning) samt olie- og råvareeksponerede selskaber med høj afhængighed af spotpriser på enkelte råvarer, herunder olie.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Europa

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	31	38	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	80	0	Indestående i depotselskab	20.241	35.173
3 Udbytter	46.276	33.326	I alt likvide midler	20.241	35.173
I alt renter og udbytter	46.228	33.364	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	134.526	109.136
Kapitalandele	230.882	69.276	Not. aktier fra udl. selskaber	1.097.970	1.451.312
Valutakonti	4.705	2.461	I alt kapitalandele	1.232.496	1.560.448
Øvrige aktiver/passiver	86	30	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷ 1.199	÷ 511	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	623	422
I alt kursgevinster og -tab	234.474	71.255	Andre tilgodehavender	8	21
I alt indtægter	280.701	104.619	Mellemvær. vedr. handelsafv.	587	775
6 Administrationsomkostninger	21.640	14.733	Aktuelle skatteaktiver	4.511	3.648
Resultat før skat	259.062	89.886	I alt andre aktiver	5.730	4.865
7 Skat	1.673	507	Aktiver i alt	1.258.466	1.600.486
Årets nettoresultat	257.389	89.379	Passiver		
Overskudsdisponering			9 Medlemmernes formue	1.258.367	1.599.382
Foreslået udlodning	147.785	0	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	619	÷ 71.918	Skyldige omkostninger	99	1.104
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	148.404	÷ 71.918	I alt anden gæld	99	1.104
Overført til formuen	108.985	161.297	Passiver i alt	1.258.466	1.600.486
I alt disponeret	257.389	89.379			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷ 8,26	23,76	15,56	5,68	13,33
Benchmarkafkast (pct.)	÷ 8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	88,42	106,90	121,57	128,48	145,60
Nettoresultat (t.DKK)	÷ 60.228	121.268	100.631	89.379	257.389
Udbytte (DKK pr. andel)	2,25	1,75	0,00	0,00	17,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,41	1,40	1,47	1,40	1,44
ÅOP	1,77	1,77	1,79	1,72	1,65
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,20	0,14	0,14	0,28
Medlemmernes formue (t.DKK)	519.470	667.203	888.446	1.599.382	1.258.367
Antal andele	5.874.880	6.241.135	7.307.994	12.448.363	8.642.378
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europa

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

	2015	2014		
NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK				
Indestående i depotselskab	31	38		
I alt renteindtægter	31	38		
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK				
Andre renteudgifter	80	0		
I alt renteudgifter	80	0		
NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK				
Noterede aktier fra danske selskaber	2.256	684		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	44.020	32.642		
I alt udbytter	46.276	33.326		
NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK				
Noterede aktier fra danske selskaber	64.655	17.763		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	166.227	51.513		
Valutakonti	4.705	2.461		
Øvrige aktiver/passiver	86	30		
Handelsomkostninger	÷1.199	÷511		
I alt kursgevinster og -tab	234.474	71.255		
NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
Bruttohandelsomkostninger	÷2.328	÷2.424		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.129	1.913		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.199	÷511		
NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	69	0	53	0
Øvrige omkostninger	13	0	99	31
Managementhonorar	19.451	0	13.179	0
Fast administrationshonorar	2.106	0	1.371	0
I alt opdelte adm.omk.	21.640	0	14.702	31
I alt adm.omkostninger		21.640		14.733
<p><i>Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.</i></p>				
NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK				
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.673	507		
I alt skat	1.673	507		

	2015	2014
NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK		
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	46.228	33.364
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.673	÷507
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷753	467
Kursgevinst til udlodning	221.996	39.500
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷27.150	÷29.569
Udlodning overført fra sidste år	÷71.918	÷115.172
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	166.730	÷71.917
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	21.640	14.733
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	3.313	÷6.049
I alt til rådighed for udlodning, brutto	148.404	÷92.700
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷20.782
I alt til rådighed for udlodning, netto	148.404	÷71.918

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE				
Medlemmernes formue primo	12.448.363	1.599.382	7.307.994	888.446
Emissioner i året	803.153	117.356	7.385.869	895.860
Indløsninger i året	÷4.609.138	÷716.846	÷2.245.500	÷275.264
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.086		962
Foreslået udlodning		147.785		0
Overførsel af periodens resultat		108.985		161.297
Overført til udlodning næste år		619		÷71.918
I alt medlemmernes formue	8.642.378	1.258.367	12.448.363	1.599.382

	2015	2014
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN		
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	97,6
I alt finansielle instrumenter	97,9	97,6
Øvrige aktiver og passiver	2,1	2,4
I alt	100,0	100,0
Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank		
Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	20.879	34.547

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

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

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

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

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

Europa – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	10	8	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	46	0	Indestående i depotselskab	6.650	9.065
3 Udbytter	15.177	17.250	I alt likvide midler	6.650	9.065
I alt renter og udbytter	15.140	17.258	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	49.470	34.170
Kapitalandele	52.978	17.231	Not. aktier fra udl. selskaber	403.159	454.439
Afledte finansielle instr.	÷ 13.973	÷ 11.135	I alt kapitalandele	452.628	488.609
Valutakonti	÷ 5.763	÷ 26	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	124	20	Unot. afl. finansielle instr.	5.743	40
5 Handelsomkostninger	÷ 471	÷ 268	I alt afledte finansielle instr.	5.743	40
I alt kursgevinster og -tab	32.894	5.822	Andre aktiver:		
I alt indtægter	48.034	23.081	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	235	134
6 Administrationsomkostninger	7.261	6.846	Aktuelle skatteaktiver	2.616	2.316
Resultat før skat	40.773	16.235	I alt andre aktiver	2.851	2.450
7 Skat	547	142	Aktiver i alt	467.872	500.165
Årets nettoresultat	40.227	16.092	Passiver		
Overskudsdisponering			8 Medlemmernes formue	467.016	496.657
Overført til formuen	40.227	16.092	Afledte finansielle instrumenter:		
I alt disponeret	40.227	16.092	Unot. afl. finansielle instr.	820	3.167
			I alt afledte finansielle instr.	820	3.167
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	37	341
			I alt anden gæld	37	341
			Passiver i alt	467.872	500.165

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)	÷ 59.913	87.509	69.494	16.092	40.227
Omsætningshastighed (antal gange)	0,25	0,21	0,09	0,19	0,32
Medlemmernes formue (t.DKK)	434.758	491.611	529.524	496.657	467.016

Europa – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	10	8
I alt renteindtægter	10	8
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	46	0
I alt renteudgifter	46	0
NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	714	412
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.463	16.838
I alt udbytter	15.177	17.250
NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	19.844	7.801
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	33.134	9.430
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 13.973	÷ 11.135
Valutakonti	÷ 5.763	÷ 26
Øvrige aktiver/passiver	124	20
Handelsomkostninger	÷ 471	÷ 268
I alt kursgevinster og -tab	32.894	5.822
NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 837	÷ 488
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	366	221
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 471	÷ 268

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK
2014

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	32	0	38	0
Øvrige omkostninger	6	0	62	17
Managementhonorar	6.521	0	6.106	0
Fast administrationshonorar	703	0	623	0
I alt opdelte adm.omk.	7.261	0	6.829	17
I alt adm.omkostninger		7.261		6.846

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	547	142
I alt skat	547	142

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	496.657	529.524
Emissioner i året	84.422	50.307
Indløsninger i året	÷ 154.585	÷ 99.455
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	295	188
Overførsel af periodens resultat	40.227	16.092
I alt medlemmernes formue	467.016	496.657
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	÷ 0,6
I alt finansielle instrumenter	98,0	97,8
Øvrige aktiver og passiver	2,0	2,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	7.684	10.817

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

Europa – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Europa – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 8,52 pct., mens benchmark steg 4,40 pct. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

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

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 4,12 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det var især vores aktievalg inden for finans-, sundheds- og energisektoren, der bidrog til merafkastet. Inden for finans var det betydelige merafkast bredt fordelt, idet både aktievalgene inden for bank, forsikring og diversificerede finansselskaber trak op i afkastet. Syv selskaber bidrog med mere end 20 basispunkter, hvor de mest markante var UBS, AXA og Swiss Re. Inden for sundhed var resultatbidraget fortrinsvis båret af biotekselskabet Genmab, der steg med 147 pct. især båret af godkendelsen af det lovende knoglekræftmiddel Darazalex i USA. Inden for energi var resultatbidraget båret af olieserviceselskabet Petrofac samt fravalget af integrerede olieselskaber. Mineaktierne Antofagasta og især Glencore var den primære årsag til et negativt bidrag inden for råvaresektoren.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016290265
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	27,4%
Sundhedspleje	14,5%
Konsumentvarer	13,8%
Forbrugsgoder	11,2%
Industri	10,2%
Øvrige inkl. likvide	22,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,83
Standardafvigelse	10,62
Tracking error	3,10
Information Ratio	-0,06
Sharpe Ratio (benchm.)	0,77
Standardafvigelse (benchm.)	11,80
Active share	74,15

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Europa – Akkumulerende KL

såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Andelsklassens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier med en robust forretningsmodel og stærk pengestrømsgenerering eksempelvis inden for skadesforsikring samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningssevnen. Andelsklassen er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til offentlig regulering (forsyning) samt olie- og råvareeksponerede selskaber med høj afhængighed af spotpriser på enkelte råvarer, herunder olie.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjenings-

udvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet.

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

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷9,67	21,12	16,70	3,29	8,52
Benchmarkafkast (pct.)	÷9,28	15,10	20,83	4,27	4,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	121,48	147,14	171,70	177,36	192,47
Nettoreultat (t.DKK)	÷59.913	87.509	69.494	16.092	40.227
Administrationsomkostninger (pct.)	1,40	1,41	1,47	1,41	1,45
ÅOP	1,77	0,00	1,77	1,72	1,66
Medlemmernes formue (t.DKK)	434.758	491.611	529.524	496.657	467.016
Antal andele	3.578.820	3.341.227	3.083.931	2.800.273	2.426.495
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	47.456	22.854
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	7.230	6.762
Klassens resultat	40.227	16.092
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	496.657	529.524
Emissioner i året	84.422	50.307
Indløsninger i året	÷154.585	÷99.455
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	295	188
Overførsel af periodens resultat	40.227	16.092
Medlemmernes formue ultimo	467.016	496.657
Antal andele		
Andele primo året	2.800.273	3.083.931
Emissioner i året	432.633	287.931
Indløsninger i året	÷806.411	÷571.589
Andele ultimo året	2.426.495	2.800.273

Europa Fokus

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer 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 de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 11,43 pct., mens benchmark steg 8,46 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,97 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Bidragene til merafkastet har været bredt fordelt på sektorer med positive bidrag fra forbrugsgoder, råvarer og energi og omvendt negativt bidrag fra sundhed. På selskabsniveau, som er porteføljens primære fokus, har positionerne i de to dækproducenter Pirelli og Continental, det tyske telekom internet-selskab United Internet samt de danske selskaber Novo Nordisk og transportselskabet DSV bidraget særligt positivt.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 1998

Risikoindikator [1-7]: 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010245901

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri 25,9%

Forbrugsgoder 18,5%

Sundhedspleje 16,1%

Finans 11,4%

Konsumentvarer 8,3%

Øvrige inkl. likvide 19,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio 0,52

Standardafvigelse 12,57

Tracking error 4,88

Information Ratio -0,87

Sharpe Ratio (benchm.) 0,85

Standardafvigelse (benchm.) 12,63

Active share 92,01

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa Fokus

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier med en robust forretningsmodel, der typisk opererer inden for nicher, som giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet i finans, forsyningsselskaber og olieselskaber, idet selskaberne i disse sektorer ofte ikke opfylder vores investeringskriterier.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet. Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier inden for industriel service og en række af velpositionerede forbrugsselskaber. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af velpositionerede kvalitets-selskaber med både lokalt og globalt fokus, rimelig prisfastsættelse samt stærke balancer.

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

Europa Fokus

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	13	26	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	43	0	Indestående i depotselskab	25.714	20.120
3 Udbytter	14.406	38.784	I alt likvide midler	25.714	20.120
I alt renter og udbytter	14.377	38.809	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	54.567	37.356
Kapitalandele	63.751	+60.091	Not. aktier fra udl. selskaber	531.564	535.041
Valutakonti	2.379	1.669	I alt kapitalandele	586.131	572.398
Øvrige aktiver/passiver	90	5	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	+852	+841	Aktuelle skatteaktiver	2.921	4.105
I alt kursgevinster og -tab	65.367	+59.257	I alt andre aktiver	2.921	4.105
I alt indtægter	79.744	+20.448	Aktiver i alt	614.766	596.622
6 Administrationsomkostninger	10.371	12.639	Passiver		
Resultat før skat	69.372	+33.086	9 Medlemmernes formue	614.717	596.181
7 Skat	+424	106	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	69.797	+33.192	Skyldige omkostninger	49	441
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	49	441
Overført til udlodning næste år	0	+61.933	Passiver i alt	614.766	596.622
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	0	+61.933			
Overført til formuen	69.797	28.741			
I alt disponeret	69.797	+33.192			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	+10,00	30,09	11,90	+2,08	11,43
Benchmarkafkast (pct.)	+8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	77,65	101,02	111,62	109,30	121,79
Nettoresultat (t.DKK)	+75.454	174.311	92.774	+33.192	69.797
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,25	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,60	1,68	1,62	1,62
ÅOP	1,95	1,95	2,00	1,99	1,84
Omsætningshastighed (antal gange)	0,26	0,24	0,20	0,43	0,39
Medlemmernes formue (t.DKK)	621.158	799.389	819.283	596.181	614.717
Antal andele	7.999.640	7.913.477	7.340.003	5.454.412	5.047.252
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europa Fokus

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	13	26
I alt renteindtægter	13	26

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	43	0
I alt renteudgifter	43	0

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	543	1.147
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.864	37.636
I alt udbytter	14.406	38.784

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	18.648	10.996
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	45.103	÷71.086
Valutakonti	2.379	1.669
Øvrige aktiver/passiver	90	5
Handelsomkostninger	÷852	÷841
I alt kursgevinster og -tab	65.367	÷59.257

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷1.018	÷1.300
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	166	460
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷852	÷841

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	85	0	163	0
Øvrige omkostninger	20	0	101	28
Managementhonorar	9.370	0	11.350	0
Fast administrationshonorar	896	0	996	0
I alt opdelte adm.omk.	10.371	0	12.611	28
I alt adm.omkostninger		10.371		12.639

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷424	106
I alt skat	÷424	106

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter		14.377		38.809
Ikke refunderbar udbytteskat		424		÷106
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.		1.286		441
Kursgevinst til udlodning		47.522		25.615
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster		2.993		18.564
Udlodning overført fra sidste år		÷61.933		÷145.257
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger		4.670		÷61.934
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		10.371		12.639
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		177		2.596
I alt til rådighed for udlodning, brutto		÷5.525		÷71.976
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år		÷5.525		÷10.043
I alt til rådighed for udlodning, netto		0		÷61.933

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	5.454.412	596.181	7.340.003	819.283
Emissioner i året	180.500	22.454	835.529	93.898
Indløsninger i året	÷587.660	÷73.801	÷2.721.120	÷284.252
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		86		445
Overførsel af periodens resultat		69.797		28.741
Overført til udlodning næste år		0		÷61.933
I alt medlemmernes formue	5.047.252	614.717	5.454.412	596.181

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	95,3	96,0
I alt finansielle instrumenter	95,3	96,0
Øvrige aktiver og passiver	4,7	4,0
I alt	100,0	100,0

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

Europa Fokus – Akkumulerende KL

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer 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 de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlændet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta. I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring».

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 11,37 pct., mens benchmark steg 8,46 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som sti-

gende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,91 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Bidragene til merafkastet har været bredt fordelt på sektorer med positive bidrag fra forbrugsgoder, råvarer og energi og omvendt negativt bidrag fra sundhed. På selskabsniveau, som er porteføljens primære fokus, har positionerne i de to dækproducenter Pirelli og Continental, det tyske telekom/internet-selskab United Internet samt de danske selskaber Novo Nordisk og transportselskabet DSV bidraget særligt positivt.

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

E: Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Afdelingens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060229011
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri	25,8%
Forbrugsgoder	18,4%
Sundhedspleje	16,1%
Finans	11,4%
Konsumentvarer	8,0%
Øvrige inkl. likvide	20,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,49
Standardafvigelse	12,56
Tracking error	4,83
Information Ratio	-0,96
Sharpe Ratio (benchm.)	0,85
Standardafvigelse (benchm.)	12,63
Active share	92,03

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa Fokus – Akkumulerende KL

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Europa Fokus – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	15	39	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	65	0	Indestående i depotselskab	53.383	33.506
3 Udbytter	25.598	65.278	I alt likvide midler	53.383	33.506
I alt renter og udbytter	25.547	65.317	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	98.197	64.423
Kapitalandele	106.187	+97.528	Not. aktier fra udl. selskaber	951.069	922.721
Valutakonti	3.310	2.503	I alt kapitalandele	1.049.266	987.144
Øvrige aktiver/passiver	169	17	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷1.541	÷1.513	Mellemvær. vedr. handelsafv.	172	312
I alt kursgevinster og -tab	108.125	+96.521	Aktuelle skatteaktiver	4.939	5.066
I alt indtægter	133.672	+31.204	I alt andre aktiver	5.112	5.378
6 Administrationsomkostninger	18.453	21.281	Aktiver i alt	1.107.760	1.026.028
Resultat før skat	115.220	+52.484	Passiver		
7 Skat	848	1.114	8 Medlemmernes formue	1.107.669	1.025.262
Årets nettoresultat	114.371	+53.598	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	92	767
Overført til formuen	114.371	+53.598	I alt anden gæld	92	767
I alt disponeret	114.371	+53.598	Passiver i alt	1.107.760	1.026.028

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷9,70	30,05	10,73	÷2,25	11,37
Benchmarkafkast (pct.)	+8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,22	142,05	157,30	153,76	171,24
Nettoresultat (t.DKK)	+87.736	246.033	127.672	+53.598	114.371
Administrationsomkostninger (pct.)	1,58	1,60	1,59	1,61	1,61
ÅOP	1,93	1,94	1,92	1,98	1,83
Omsætningshastighed (antal gange)	0,27	0,21	0,25	0,44	0,37
Medlemmernes formue (t.DKK)	824.463	1.095.724	1.445.159	1.025.262	1.107.669
Antal andele	7.548.458	7.713.723	9.187.463	6.668.139	6.468.639
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europa Fokus – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	15	39
I alt renteindtægter	15	39

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	65	0
I alt renteudgifter	65	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	939	2.056
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.658	63.221
I alt udbytte	25.598	65.278

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	32.937	19.710
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	73.250	+ 117.238
Valutakonti	3.310	2.503
Øvrige aktiver/passiver	169	17
Handelsomkostninger	+ 1.541	+ 1.513
I alt kursgevinster og -tab	108.125	+96.521

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+ 1.700	+ 2.066
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	159	553
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+ 1.541	+ 1.513

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	6	0	104	0
Øvrige omkostninger	0	0	168	49
Managementhonorar	16.843	0	19.273	0
Fast administrationshonorar	1.604	0	1.686	0
I alt opdelte adm.omk.	18.453	0	21.232	49
I alt adm.omkostninger		18.453		21.281

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	848	1.114
I alt skat	848	1.114

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

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

Medlemmernes formue primo	6.668.139	1.025.262	9.187.463	1.445.159
Emissioner i året	150.500	26.460	235.414	37.040
Indløsninger i året	+ 350.000	+ 58.505	+ 2.754.738	+ 403.913
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		81		574
Overførsel af periodens resultat		114.371		+ 53.598
I alt medlemmernes formue	6.468.639	1.107.669	6.668.139	1.025.262

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		94,7		96,3
I alt finansielle instrumenter		94,7		96,3
Øvrige aktiver og passiver		5,3		3,7
I alt		100,0		100,0

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

Europa Højt Udbytte

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

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 10,03 pct., mens benchmark steg 8,46 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,57 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes alene vores aktieudvælgelse, som bidrog meget positivt inden for særligt to sektorer. Inden for finans klarede fem af vores forsikringselskaber sig rigtig godt, hvilket skyldtes, at de har forbedret deres profitabilitet og kapitalgrundlag over de senere år og kan derfor betale stigende udbytter til aktionærerne. Det engelske forsikringselskab Direct Line Insurance Group blev tilmed vores bedste aktie med en stigning på mere end 50 pct. Forsyningssektoren klarede sig som helhed ikke nær så godt, men vores aktievalg bidrog meget positivt, idet to af vores selskaber alene

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2003

Risikoindikator [1-7]: 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0016253651

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	33,6%
Konsumentvarer	12,9%
Sundhedspleje	12,1%
Forsyning	10,8%
Telekommunikationsserv	7,7%
Øvrige inkl. likvide	22,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,03
Standardafvigelse	11,27
Tracking error	3,42
Information Ratio	0,24
Sharpe Ratio (benchm.)	0,85
Standardafvigelse (benchm.)	12,63
Active share	78,97

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa Højt Udbytte

driver infrastruktur, hvis indtjeningsevne ikke er afhængig af el- og gaspriserne. Italienske Snam klarede sig bedst med en stigning på mere end 20 pct. Endelig udviklede vores investeringer i stabile forbrugsselskaber sig fortsat gunstigt, idet Reckitt Benckiser og Unilever begge steg mere end 25 pct. På den negative side led vi tab på vores investering i olieselskabet Royal Dutch Shell, som var ramt af yderligere fald i olieprisen. De faldende råmaterialepriser gik også udover mineudstyrproducenten Metso og stålselskabet Voestalpine, som begge faldt mere end 10 pct. Derudover bidrog teleselskabet Teliasonera negativt til performance, idet fornyet usikkerhed omkring selskabets aktiviteter i flere af de tidligere sovjetrepublikker overskyggede en positiv udvikling i de nordiske hjemmemarkeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i andelsklassen negativt. Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte ved udgangen af 2015 er på sektorniveau finans/forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyt-

tebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for cykliske forbrugsgoder og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter, samt inden for industri, hvor udsigterne ikke er gode pt. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Europa Højt Udbytte

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	16	26	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	59	0	Indestående i depotselskab	6.298	35.163
3 Udbytter	103.978	126.003	I alt likvide midler	6.298	35.163
I alt renter og udbytter	103.936	126.028	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	2.039.301	2.236.059
Kapitalandele	171.442	91.609	I alt kapitalandele	2.039.301	2.236.059
Valutakonti	2.634	3.037	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	421	190	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.112	2.498
5 Handelsomkostninger	÷764	÷1.141	Aktuelle skatteaktiver	13.691	14.011
I alt kursgevinster og -tab	173.734	93.695	I alt andre aktiver	15.803	16.509
I alt indtægter	277.669	219.723	Aktiver i alt	2.061.402	2.287.731
6 Administrationsomkostninger	36.443	34.893	Passiver		
Resultat før skat	241.226	184.830	9 Medlemmernes formue	2.061.233	2.286.019
7 Skat	÷7.081	÷7.187	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	248.307	192.017	Skyldige omkostninger	170	1.712
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	170	1.712
Foreslået udlodning	275.304	111.155	Passiver i alt	2.061.402	2.287.731
Overført til udlodning næste år	0	÷13.454			
Årets nettoresultat	248.307	192.017			
Overskudsdisponering					
Foreslået udlodning	275.304	111.155			
Overført til udlodning næste år	609	÷13.454			
Reduktion af fremførbart tab					
som følge af udlodning	0	+222.310			
Disponeret i alt vedr. udlodning	275.913	+124.609			
Overført til formuen	÷27.606	316.626			
I alt disponeret	248.307	192.017			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷8,29	15,38	17,79	9,57	10,03
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	117,13	131,76	151,17	162,47	171,46
Nettoresultat (t.DKK)	÷303.419	295.037	328.290	192.017	248.307
Udbytte (DKK pr. andel)	3,00	3,50	3,00	7,90	22,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,60	1,83	1,64	1,65
ÅOP	1,94	1,92	2,11	1,96	1,76
Omsætningshastighed (antal gange)	0,18	0,08	0,03	0,12	0,11
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.389.148	2.217.627	2.046.153	2.286.019	2.061.233
Antal andele	20.396.689	16.831.058	13.535.524	14.070.207	12.021.995
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europa Højt Udbytte

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	16	26
I alt renteindtægter	16	26

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	59	0
I alt renteudgifter	59	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	103.978	126.003
I alt udbytter	103.978	126.003

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	171.442	91.609
Valutakonti	2.634	3.037
Øvrige aktiver/passiver	421	190
Handelsomkostninger	+764	+1.141
I alt kursgevinster og -tab	173.734	93.695

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷1.582	÷2.273
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	818	1.132
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷764	÷1.141

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	1.122	0	790	0
Øvrige omkostninger	89	0	385	70
Managementhonorar	32.139	0	30.912	0
Fast administrationshonorar	3.093	0	2.736	0
I alt opdelt adm.omk.	36.443	0	34.823	70
I alt adm.omkostninger		36.443		34.893

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷7.081	÷7.187
I alt skat	÷7.081	÷7.187

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	103,936	126,028
Ikke refunderbar udbytteskat	7,081	7,187
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	734	4,407
Kursgevinst til udlodning	224,932	74,512
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷12,285	÷519
Udlodning overført fra sidste år	÷13,454	÷336,223
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	310,944	÷124,608
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	36,443	34,893
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1,412	÷1,517
I alt til rådighed for udlodning, brutto	275,913	÷161,018
Frivillig udlodning	0	111,155
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷36,409
I alt til rådighed for udlodning, netto	275,913	÷13,454

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Formueværdi i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2,286,019	2,046,153
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser	÷111,155	÷40,607
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	14,666	1,486
Emissioner i året	172,999	346,939
Indløsninger i året	÷550,761	÷260,702
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1,158	732
Foreslået udlodning	275,304	111,155
Reduktion af fremførbart tab som følge af udlodning	0	÷222,310
Overførsel af periodens resultat	-27,606	316,626
Overført til udlodning næste år	609	÷13,454
I alt medlemmernes formue	2,061,233	2,286,019

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	97,8
I alt finansielle instrumenter	98,9	97,8
Øvrige aktiver og passiver	1,1	2,2
I alt	100,0	100,0

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

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 andelsklasse:

- Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK
- Europe High Dividend, klasse NOK

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

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

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

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	5	10	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	26	0	Indestående i depotselskab	9.854	16.261
3 Udbytter	45.689	47.874	I alt likvide midler	9.854	16.261
I alt renter og udbytter	45.669	47.884	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	904.011	763.310
Kapitalandele	41.812	37.743	I alt kapitalandele	904.011	763.310
Valutakonti	1.099	1.117	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	219	77	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	921	826
5 Handelsomkostninger	÷416	÷407	Mellemvær. vedr. handelsafv.	606	0
I alt kursgevinster og -tab	42.714	38.529	Aktuelle skatteaktiver	5.821	5.640
I alt indtægter	88.383	86.413	I alt andre aktiver	7.348	6.466
6 Administrationsomkostninger	15.537	12.944	Aktiver i alt	921.213	786.037
Resultat før skat	72.846	73.469	Passiver		
7 Skat	÷1.895	÷2.143	8 Medlemmernes formue	921.133	785.436
Årets nettoresultat	74.740	75.612	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	80	601
Overført til formuen	74.740	75.612	I alt anden gæld	80	601
I alt disponeret	74.740	75.612	Passiver i alt	921.213	786.037

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)	÷116.338	153.702	148.208	75.612	74.740
Omsætningshastighed (antal gange)	0,18	0,11	0,07	0,15	0,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.174.396	1.098.508	834.831	785.436	921.133

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	5	10
I alt renteindtægter	5	10

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	26	0
I alt renteudgifter	26	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	45.689	47.874
I alt udbytter	45.689	47.874

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	41.812	37.743
Valutakonti	1.099	1.117
Øvrige aktiver/passiver	219	77
Handelsomkostninger	÷416	÷407
I alt kursgevinster og -tab	42.714	38.529

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷887	÷818
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	471	411
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷416	÷407

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	380	0	273	0
Øvrige omkostninger	30	0	151	28
Managementhonorar	13.788	0	11.483	0
Fast administrationshonorar	1.339	0	1.008	0
I alt opdelte adm.omk.	15.537	0	12.916	28
I alt adm.omkostninger		15.537		12.944

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷1.895	÷2.143
I alt skat	÷1.895	÷2.143

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		785.436		834.831
Emissioner i året		186.848		64.673
Indløsninger i året		÷126.344		÷189.952
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		452		272
Overførsel af periodens resultat		74.740		75.612
I alt medlemmernes formue		921.133		785.436

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	97,2
I alt finansielle instrumenter	98,1	97,2
Øvrige aktiver og passiver	1,9	2,8
I alt	100,0	100,0

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

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 9,84 pct., mens benchmark steg 8,46 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt,

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

Markedet

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

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,38 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes alene vores aktieudvælgelse, som bidrog meget positivt inden for særligt to sektorer: Inden for finans klarede fem af vores forsikringsselskaber sig rigtig godt, hvilket skyldtes, at de har forbedret deres profitabilitet og kapitalgrundlag over de senere år og kan derfor betale stigende udbytter til aktionærerne. Det engelske forsikringsselskab Direct Line Insurance Group blev tilmed vores bedste aktie med en stigning på mere end 50 pct. Forsyningssektoren klarede sig som helhed ikke nær så godt, men vores aktievalg bidrog meget positivt, idet to af vores selskaber alene driver infrastruktur, hvis indtjeningssevne ikke er afhængig af el- og gaspriserne. Italienske Snam klarede sig bedst med en stigning på mere end 20 pct. Endelig udviklede vores investeringer i stabile forbrugsselskaber sig fortsat gunstigt, idet Reckitt Benckiser og Unilever begge steg mere

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060058618
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	33,4%
Konsumtvarer	12,8%
Sundhedspleje	12,1%
Forsyning	10,7%
Telekommunikationsserv	7,7%
Øvrige inkl. likvide	23,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,99
Standardafvigelse	11,34
Tracking error	3,40
Information Ratio	0,12
Sharpe Ratio (benchm.)	0,85
Standardafvigelse (benchm.)	12,63
Active share	78,97

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

end 25 pct. På den negative side led vi tab på vores investering i olieselskabet Royal Dutch Shell, som var ramt af yderligere fald i olieprisen. De faldende råmaterialepriser gik også udover mineudstørsproducenten Metso og stålselskabet Voestalpine, som begge faldt mere end 10 pct. Derudover bidrog teleselskabet Teliasonera negativt til performance, idet fornyet usikkerhed omkring selskabets aktiviteter i flere af de tidligere sovjetrepublikker overskyggede en positiv udvikling i de nordiske hjemmemarkeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷8,29	15,54	16,62	9,53	9,84
Benchmarkafkast (pct.)	÷8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	82,31	95,10	110,90	121,47	133,43
Nettoreultat (t.DKK)	÷116.338	153.702	148.208	75.612	75.145
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,60	1,71	1,71	1,64
ÅOP	1,92	0,00	2,00	1,95	1,75
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.174.396	1.098.508	834.831	785.436	900.270
Antal andele	14.268.520	11.551.267	7.527.754	6.465.896	6.747.250
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	90.095	88.205
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	14.950	12.593
Klassens resultat	75.145	75.612
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	785.436	834.831
Emissioner i året	165.574	64.673
Indløsninger i året	÷126.343	÷189.952
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	458	272
Overførsel af periodens resultat	75.145	75.612
Medlemmernes formue ultimo	900.270	785.436
Antal andele		
Andele primo året	6.465.896	7.527.754
Emissioner i året	1.183.961	538.918
Indløsninger i året	÷902.607	÷1.600.776
Andele ultimo året	6.747.250	6.465.896

Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden den blev introduceret den 11. marts 2015 givet et afkast på 7,58 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 5,25 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt

faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

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

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,33 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes primært vores aktieudvælgelse, som bidrog meget positivt inden for særligt to sektorer: Inden for finanssektoren klarede fire af vores forsikringsselskaber sig rigtig godt, hvilket skyldtes, at de har forbedret deres profitabilitet og kapitalgrundlag over de senere år og derfor kan betale stigende udbytterne til aktionærerne. Det engelske forsikringsselskab Direct Line Insurance Group blev tilmed vores bedste aktie med en stigning på 38 pct. Forsyningssektoren klarede sig som helhed rimelig godt, men det var vores aktievalg, som bidrog mest positivt, idet to af vores selskaber, som alene driver infrastruktur, hvis indtjeningssevne ikke er afhængig af el- og gaspriserne, begge steg 23 pct. Endelig udviklede vores investeringer i stabile forbrugsselskaber sig gunstigt, idet Reckitt Benckiser, BAT og Unilever steg mellem 14 og 20 pct. På den negative side led vi tab på vores investeringer i olieselskabet Royal Dutch Shell og kemiselskabet BASF, som var ramt af yderligere fald i olieprisen. De faldende råmaterialepriser gik også udover minedrystyrproducenten Metso og stålselskabet Voestalpine, som

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Marts 2015

Risikoindikator [1-7]: 5

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter målt i NOK

Fondskode: DK0060586980

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	33,4%
Konsumentvarer	12,8%
Sundhedspleje	12,1%
Forsyning	10,7%
Telekommunikationsserv	7,7%
Øvrige inkl. likvide	23,3%

Nøgletal

Active share 78,97

Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

faldt henholdsvis 14 og 6 pct. Industriselskabet SKF blev dog vores dårligste aktie med et kursfald på 29 pct. Derudover bidrog teleselskabet Teliasonera negativt til resultatet, idet fornyet usikkerhed omkring selskabets aktiviteter i flere af de tidligere sovjetrepublikker overskyggede en positiv udvikling i de nordiske hjemmemarkeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte.

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Europe High Dividend, 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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	7,58
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	5,25
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	107,58
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷405
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,74
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	20.863
Antal andele	-	-	-	-	249.864
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	11.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷198
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	207
Klassens resultat	÷405
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	21.274
Indløsninger i året	÷1
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	÷6
Overførsel af periodens resultat	÷405
Medlemmernes formue ultimo	20.863
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	249.873
Indløsninger i året	÷10
Andele ultimo året	249.864

Europa Indeks

Investorerer indeksbaseret i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

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 de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 8,05 pct., mens benchmark steg 8,46 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af

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

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,41 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 1984
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266311
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	22,7%
Konsumentvarer	14,5%
Sundhedspleje	14,0%
Forbrugsgoder	11,8%
Industri	10,8%
Øvrige inkl. likvide	26,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,89
Standardafvigelse	12,43
Tracking error	0,65
Information Ratio	0,36
Sharpe Ratio (benchm.)	0,85
Standardafvigelse (benchm.)	12,63
Active share	5,53

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa Indeks

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Europa Indeks

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1	2	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	19	0	Indestående i depotselskab	1.852	3.476
3 Udbytter	16.835	15.818	I alt likvide midler	1.852	3.476
I alt renter og udbytter	16.817	15.820	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra DK selskaber	20.333	8.732
4 Andre indtægter	34	22	Not. aktier fra udl. selskaber	654.506	362.673
I alt andre indtægter og omk.:	34	22	Unot. køb.andele fra udl. selsk.	953	0
5 Kursgevinster og -tab:			I alt kapitalandele	675.793	371.406
Kapitalandele	13.817	9.282	Andre aktiver:		
Valutakonti	835	133	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	505	272
Øvrige aktiver/passiver	30	21	Andre tilgodehavender	110	562
6 Handelsomkostninger	÷51	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	716
I alt kursgevinster og -tab	14.631	9.436	Aktuelle skatteaktiver	1.517	2.018
I alt indtægter	31.482	25.279	I alt andre aktiver	2.132	3.568
7 Administrationsomkostninger	3.157	2.232	Aktiver i alt	679.777	378.450
Resultat før skat	28.324	23.047	Passiver		
8 Skat	÷29	÷180	10 Medlemmernes formue	679.757	378.342
Årets nettoresultat	28.354	23.227	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	20	108
Overført til udlodning næste år	÷37.806	÷35.681	I alt anden gæld	20	108
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷37.806	÷35.681	Passiver i alt	679.777	378.450
Overført til formuen	66.159	58.908			
I alt disponeret	28.354	23.227			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷8,57	17,34	20,95	6,79	8,05
Benchmarkafkast (pct.)	÷8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	62,49	70,28	82,63	88,24	95,35
Nettoresultat (t.DKK)	÷25.206	49.973	60.821	23.227	28.354
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	2,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,63	0,60	0,84	0,63	0,62
ÅOP	1,04	0,88	1,10	0,89	0,71
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Medlemmernes formue (t.DKK)	341.669	296.969	349.416	378.342	679.757
Antal andele	5.467.251	4.225.476	4.228.640	4.287.622	7.129.445
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europa Indeks

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	1	2
I alt renteindtægter	1	2

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	19	0
I alt renteudgifter	19	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	358	142
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	15.890	15.657
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	188	14
Øvrige udbytter	399	5
I alt udbytter	16.835	15.818

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	46	22
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Danske Bank A/S	÷9	0
Danske Invest Management A/S	÷4	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	34	22

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	3.568	1.162
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.406	8.120
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷158	0
Valutakonti	835	133
Øvrige aktiver/passiver	30	21
Handelsomkostninger	÷51	0
I alt kursgevinster og -tab	14.631	9.436

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷698	÷101
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	647	101
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷51	0

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	63	0	57	0
Øvrige omkostninger	7	0	50	12
Managementhonorar	2.329	0	1.622	0
Fast administrationshonorar	759	0	491	0
I alt opdelte adm.omk.	3.157	0	2.220	12
I alt adm.omkostninger		3.157		2.232

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

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷29	÷180
I alt skat	÷29	÷180

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	16.817	15.820
Ikke refunderbar udbytteskat	29	180
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	522	÷151
Kursgevinst til udlodning	÷2.016	273
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷17.478	÷190
Udlodning overført fra sidste år	÷35.681	÷51.612
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷37.806	÷35.680
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.157	2.232
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷1.234	÷83
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷42.197	÷37.995

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷4.391	÷2.314
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷37.806	÷35.681

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014		
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	4.287.622	378.342	4.228.640	349.416
Emissioner i året	2.886.823	277.214	360.000	31.000
Indløsninger i året	÷45.000	÷4.372	÷301.018	÷25.372
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		219		70
Overførsel af periodens resultat		66.159		58.908
Overført til udlodning næste år		÷37.806		÷35.681
I alt medlemmernes formue	7.129.445	679.757	4.287.622	378.342

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

Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	99,4	98,2
Øvrige aktiver og passiver	0,6	1,8
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	1.537	821

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	18.240	4.649

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	19.359	7.629
I alt sikkerhed	19.359	7.629

Europa Indeks BNP

Investorerer indeksbaseret i henhold til et BNP-vægtet indeks i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

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 de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlændet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 9,21 pct., mens benchmark steg 9,34 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på

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

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,13 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1989
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe BNP inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015737563
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	24,7%
Forbrugsgoder	12,4%
Industri	11,4%
Konsumentvarer	11,2%
Sundhedspleje	9,8%
Øvrige inkl. likvide	30,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,91
Standardafvigelse	13,49
Tracking error	1,39
Information Ratio	1,20
Sharpe Ratio (benchm.)	0,78
Standardafvigelse (benchm.)	13,54
Active share	7,59

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa Indeks BNP

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier med en robust forretningsmodel og stærk pengestrømsgenerering eksempelvis inden for skadesforsikring samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsevnen. Afdelingen er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til offentlig regulering (forsyning) samt olie- og råvareeksponerede selskaber med høj afhængighed af spotpriser på enkelte råvarer, herunder olie.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier i sektorerne forsikring og informationsteknologi, hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst, samt selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsevnen. Vi er undervægtet i store energiselskaber samt råvareselskaber, hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsoptagelse og eller underinvesteringer. Dertil kommer selskaber, der er underlagt lave konkurrencebarrierer og eller skiftende

regulatoriske regimer, som på langt sigt begrænser selskabets strategiske manøvrerum. Eksempler herpå findes især inden for forsyningssektoren.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Europa Indeks BNP

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1	2	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	12	0	Indestående i depotselskab	1.100	3.293
3 Udbytter	13.353	8.370	I alt likvide midler	1.100	3.293
I alt renter og udbytter	13.342	8.372	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra DK selskaber	8.267	9.210
4 Andre indtægter	36	20	Not. aktier fra udl. selskaber	379.882	424.762
I alt andre indtægter og omk.:	36	20	Unot. køb.andele fra udl. selsk.	340	0
5 Kursgevinster og -tab:			I alt kapitalandele	388.490	433.971
Kapitalandele	23.379	+927	Andre aktiver:		
Valutakonti	313	653	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	249	90
Øvrige aktiver/passiver	÷5	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	89
6 Handelsomkostninger	÷9	÷5	Aktuelle skatteaktiver	969	1.464
I alt kursgevinster og -tab	23.677	+278	I alt andre aktiver	1.218	1.644
I alt indtægter	37.055	8.114	Aktiver i alt	390.808	438.908
7 Administrationsomkostninger	2.674	1.502	Passiver		
Resultat før skat	34.380	6.612	10 Medlemmernes formue	390.788	438.732
8 Skat	÷482	÷1.028	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	34.862	7.639	Skyldige omkostninger	21	176
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	21	176
Overført til udlodning næste år	÷131.860	÷182.260	Passiver i alt	390.808	438.908
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷131.860	÷182.260			
Overført til formuen	166.722	189.899			
I alt disponeret	34.862	7.639			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷13,00	17,60	26,05	5,27	9,21
Benchmarkafkast (pct.)	÷13,25	19,13	15,87	4,40	9,34
Indre værdi (DKK pr. andel)	223,19	250,37	304,93	320,99	350,55
Nettoresultat (t.DKK)	÷53.775	19.927	31.866	7.639	34.862
Udbytte (DKK pr. andel)	10,75	8,50	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,63	0,63	0,99	0,68	0,64
ÅOP	0,90	0,93	1,28	0,94	0,71
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,06	0,01	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	123.070	131.389	154.595	438.732	390.788
Antal andele	551.424	524.769	506.990	1.366.816	1.114.793
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europa Indeks BNP

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	1	2
I alt renteindtægter	1	2

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	12	0
I alt renteudgifter	12	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	294	102
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.611	8.260
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	94	8
Øvrige udbytter	354	0
I alt udbytter	13.353	8.370

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	49	20
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Danske Bank A/S	÷10	0
Danske Invest Management A/S	÷4	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	36	20

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	2.797	532
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.646	÷1.459
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷64	0
Valutakonti	313	653
Øvrige aktiver/passiver	÷5	0
Handelsomkostninger	÷9	÷5
I alt kursgevinster og -tab	23.677	÷278

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷134	÷603
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	126	599
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷9	÷5

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	116	0	118	0
Øvrige omkostninger	22	0	61	5
Managementhonorar	1.912	0	1.005	0
Fast administrationshonorar	624	0	313	0
I alt opdelte adm.omk.	2.674	0	1.497	5
I alt adm.omkostninger		2.674		1.502

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

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷482	÷1.028
I alt skat	÷482	÷1.028

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	13.342	8.372
Ikke refunderbar udbytteskat	482	1.028
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	491	1.540
Kursgevinst til udlodning	2.822	1.141
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	33.263	÷117.836
Udlodning overført fra sidste år	÷182.260	÷76.505
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷131.860	÷182.260
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.674	1.502
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	83	÷1.080
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷134.451	÷184.843
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷2.591	÷2.583
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷131.860	÷182.260

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014		
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	1.366.816	438.732	506.990	154.595
Emissioner i året	79.937	28.794	976.709	314.724
Indløsninger i året	÷331.960	÷111.847	÷116.883	÷38.231
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		247		4
Overførsel af periodens resultat		166.722		189.899
Overført til udlodning næste år		÷131.860		÷182.260
I alt medlemmernes formue	1.114.793	390.788	1.366.816	438.732

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	98,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	99,4	98,9
Øvrige aktiver og passiver	0,6	1,1
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	676	780

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	16.349	2.242

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	18.069	3.693
I alt sikkerhed	18.069	3.693

Europa Small Cap

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.

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier 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 de europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 23,32 pct., mens benchmark steg med 23,80 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det opnåede afkast har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det var i særdeleshed et stærkt første kvartal, der grundlagde det stærke afkast for små og mellemstore selskaber i Europa efter Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbynde kvantitative lempelser og dermed lempelig pengepolitik. Aktiemarkedet var i perioder præget af stigende risikoaversion, hvilket blandt andet var drevet af usikkerhed om udviklingen i Europa, de nye markeder samt råvaremarkederne, og hvordan udviklingen potentielt kunne påvirke verdensøkonomien. I 2015 klarede de små og mellemstore sig ca. 15 procentpoint bedre end de store aktier. Det bedre afkast var fordelt over året.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,48 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. 2015 kan inddeles i to halvdele, hvor afdelingens afkast for første halvår 2015 var markant dårligere end markedet. Modsat var afdelingens afkast i forhold til markedet yderst stærkt i andet halvår 2015.

Den negative performance kan i høj grad tilskrives investeringen i det hollandske farmaceutiske selskab Fagron, hvor ændringer i tilskudsordningerne i dets amerikanske forretning ramte indtjeningen. Ydermere kunne investeringerne i konsumentvaresektoren ikke følge det stærke marked.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060046019
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri	28,8%
Sundhedspleje	16,1%
Forbrugsgoder	15,0%
Materialer	11,0%
Informationsteknologi	8,9%
Øvrige inkl. likvide	20,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,38
Standardafvigelse	10,39
Tracking error	4,36
Information Ratio	-0,99
Sharpe Ratio (benchm.)	1,61
Standardafvigelse (benchm.)	11,58
Active share	96,55

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europa Small Cap

På den positive side var en række investeringer i industri-sektoren, hvor især autounderleverandøren Hella og Kardex, der leverer logistikudstyr, bidrog positivt. Årets bedste aktie var dog tyske Sartorius, der leverer udstyr til den farmaceutiske industri. Selskabet opjusterede forventningerne til årets resultat tre gange i løbet af året.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

Afdelingen har fokus på kvalitetsselskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance samt evne til at generere pengestrømme. Derfor vil afdelingen have modvind, såfremt markedets risikopræmie falder, og selskaber af lav kvalitet 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 skulle klare sig bedre end disse i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet. Den største overvægt findes i industrisektoren, men inden for forskellige slutmarkeder og geografier. Fokus vil være på selskaber med stærke balancer og gode pengestrømme.

Vi forventer, at små og mellemstore aktier i 2016 nok en gang vil klare sig bedre end de store aktier.

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

Europa Small Cap

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	42	129	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	66	0	Indestående i depotselskab	44.830	42.479
3 Udbytter	60.071	144.644	I alt likvide midler	44.830	42.479
I alt renter og udbytter	60.047	144.772	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	1.522.093	2.938.913
Kapitalandele	551.798	÷50.385	I alt kapitalandele	1.522.093	2.938.913
Valutakonti	8.131	3.698	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	154	32	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.427	0
5 Handelsomkostninger	÷4.176	÷3.423	Aktuelle skatteaktiver	7.471	7.757
I alt kursgevinster og -tab	555.906	÷50.079	I alt andre aktiver	8.898	7.757
I alt indtægter	615.954	94.694	Aktiver i alt	1.575.821	2.989.150
6 Administrationsomkostninger	38.718	48.805	Passiver		
Resultat før skat	577.236	45.889	9 Medlemmernes formue	1.575.692	2.986.917
7 Skat	868	5.263	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	576.367	40.626	Skyldige omkostninger	129	2.233
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	129	2.233
Foreslået udlodning	445.638	0	Passiver i alt	1.575.821	2.989.150
Overført til udlodning næste år	99	÷217.346			
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	445.737	÷217.346			
Overført til formuen	130.631	257.972			
I alt disponeret	576.367	40.626			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷23,02	31,79	22,80	1,76	23,32
Benchmarkafkast (pct.)	÷17,67	27,47	33,40	6,27	23,80
Indre værdi (DKK pr. andel)	149,81	195,78	239,22	243,42	300,19
Nettoresultat (t.DKK)	÷376.499	484.566	522.300	40.626	576.367
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	1,00	0,00	0,00	84,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,59	1,59	1,60	1,61
ÅOP	1,94	1,96	1,94	1,99	1,93
Omsætningshastighed (antal gange)	0,19	0,23	0,20	0,32	0,50
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.534.723	2.007.028	3.089.203	2.986.917	1.575.692
Antal andele	10.244.725	10.251.354	12.913.848	12.270.732	5.248.971
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europa Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	42	129
I alt renteindtægter	42	129

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	66	0
I alt renteudgifter	66	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	0	940
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	60.071	143.704
I alt udbytter	60.071	144.644

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	0	1.686
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	551.798	÷52.071
Valutakonti	8.131	3.698
Øvrige aktiver/passiver	154	32
Handelsomkostninger	÷4.176	÷3.423
I alt kursgevinster og -tab	555.906	÷50.079

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷7.723	÷3.981
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3.546	557
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷4.176	÷3.423

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	37	0	66	0
Øvrige omkostninger	3	0	319	107
Managementhonorar	35.313	0	44.405	0
Fast administrationshonorar	3.365	0	3.907	0
I alt opdelt adm.omk.	38.718	0	48.697	107
I alt adm.omkostninger		38.718		48.805

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	868	5.263
I alt skat	868	5.263

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	60.047	144.772	
Ikke refunderbar udbytteskat	÷868	÷5.263	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	509	÷647	
Kursgevinst til udlodning	870.042	230.645	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷242.738	11.790	
Udlodning overført fra sidste år	÷217.346	÷598.643	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	469.647	÷217.346	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	38.718	48.805	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	14.808	2.178	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	445.737	÷263.972	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷46.626	
I alt til rådighed for udlodning, netto	445.737	÷217.346	

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

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	12.270.732	2.986.917	12.913.848	3.089.203
Emissioner i året	156.919	44.895	396.663	96.909
Indløsninger i året	÷7.178.680	÷2.035.126	÷1.039.779	÷240.375
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.639		554
Foreslået udlodning		445.638		0
Overførsel af periodens resultat		130.631		257.972
Overført til udlodning næste år		99		÷217.346
I alt medlemmernes formue	5.248.971	1.575.692	12.270.732	2.986.917

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	98,4
I alt finansielle instrumenter	96,6	98,4
Øvrige aktiver og passiver	3,4	1,6
I alt	100,0	100,0

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

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
- Europa Small Cap, klasse NOK

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

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

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

Europa Small Cap – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
11.3.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 DKK		1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1	Renteindtægter	3	
2	Renteudgifter	4	
3	Udbytter	1.306	
	I alt renter og udbytter	1.305	
4 Kursgevinster og -tab:		Likvide midler:	
	Kapitalandele	3.731	
	Valutakonti	186	
	Øvrige aktiver/passiver	4	
5	Handelsomkostninger	÷319	
	I alt kursgevinster og -tab	3.601	
	I alt indtægter	4.906	
6	Administrationsomkostninger	1.041	
	Resultat før skat	3.865	
7	Skat	93	
	Årets nettoresultat	3.772	
	Overskudsdisponering		
	Overført til formuen	3.772	
	I alt disponeret	3.772	
		Aktiver i alt	
		123.367	
		Passiver	
8	Medlemmernes formue	118.121	
		Anden gæld:	
		Skyldige omkostninger	16
		Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.230
		I alt anden gæld	5.246
		Passiver i alt	123.367

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	3.772
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,33
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	118.121

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Europa Small Cap – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK 2015

Indestående i depotselskab 3
I alt renteindtægter 3

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK 2015

Andre renteudgifter 4
I alt renteudgifter 4

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK 2015

Noterede aktier fra udenlandske selskaber 1.306
I alt udbytter 1.306

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede aktier fra udenlandske selskaber 3.731
 Valutakonti 186
 Øvrige aktiver/passiver 4
 Handelsomkostninger ÷319
I alt kursgevinster og -tab 3.601

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger ÷447
 Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter 128
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift ÷319

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	906	0
Fast administrationshonorar	135	0
I alt opdelte adm.omk.	1.041	0
I alt adm.omkostninger		1.041

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK 2015

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes 93
I alt skat 93

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
--	--------------	----------------------------

Emissioner i året		125.739
Indløsninger i året		÷11.612
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		222
Overførsel af periodens resultat		3.772
I alt medlemmernes formue		118.121

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	94,3
I alt finansielle instrumenter	94,3
Øvrige aktiver og passiver	5,7
I alt	100,0

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

Europa Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 14. juli 2015, gav den et afkast på 3,46 pct., mens benchmark steg 0,14 pct. i samme periode. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende

beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

Det europæiske aktiemarked for små og mellemstore virksomheder gav et afkast på 0,14 pct., siden andelsklassen blev introduceret den 14. juli 2015. 2015 startede positivt efter Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst gennem en meget lempelig pengepolitik. Aktiemarkedet var i perioder præget af stigende risikoaversion, hvilket blandt andet var drevet af usikkerhed om udviklingen i Europa, de nye markeder samt råvaremarkederne, og hvordan udviklingen potentielt kunne påvirke verdensøkonomien. Disse risici var også med til at holde markedet for små og mellemstore selskaber nede, siden andelsklassen blev introduceret den 14. juli 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,32 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Den positive performance blev påvirket negativt af investeringen i det hollandske farmaselskab Fagron, hvor ændringer i tilskudsordningerne i dets amerikanske forretning ramte indtjeningen, hvilket medførte en mulighed for refinansiering og dermed kapitalforhøjelse.

På den positive side var en række gode aktievalg i industri-sektoren, hvor især autounderleverandøren Hella/Tyton bidrog positivt. Fravalget af investeringer i energisektoren bidrog ligeledes positivt til performance

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Andelsklassens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2015

Risikoindikator [1-7]: 6

Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060640191

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri	26,8%
Sundhedspleje	14,9%
Forbrugsgoder	13,8%
Materialer	10,5%
Informationsteknologi	8,4%
Øvrige inkl. likvide	25,6%

Nøgletal

Active share 96,76

Europa Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

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

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

Andelsklassen har fokus på kvalitetsselskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance samt evne til at generere pengestrømme. Derfor vil andelsklassen have modvind, såfremt markedets risikopræmie falder, og selskaber af lav kvalitet 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 skulle klare sig bedre end disse i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om mode-

rat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet.

Den største overvægt findes i industrisektoren, men inden for forskellige slutmarkeder og geografier. Fokus vil være på selskaber med stærke balancer og gode pengestrømme.

Vi forventer, at små og mellemstore aktier i 2016 nok en gang vil klare sig bedre end de store aktier.

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

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
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	3,46
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	0,14
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	103,46
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	1.052
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,64
ÅOP	-	-	-	-	1,91
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	33.071
Antal andele	-	-	-	-	319.703
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	14.7.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	1,275
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	223
Klassens resultat	1,052
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	31,921
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	98
Overførsel af periodens resultat	1,052
Medlemmernes formue ultimo	33,071
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	319,703
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	319,703

Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen blev lanceret den 11. marts 2015 og gav et afkast på 20,28 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 18,14 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mere end tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og

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

Markedet

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

I 2015 klarede de små og mellemstore sig ca. 15 procentpoint bedre end de store aktier. Det bedre afkast var fordelt over året.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,14 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Den positive performance blev påvirket negativt af investeringen i det hollandske farmaselskab Fagron, hvor ændringer i tilskudsordningerne i dets amerikanske forretning ramte indtjeningen, hvilket medfører en mulighed refinansiering og dermed kapitalforhøjelse.

På den positive side var en række gode aktievalg i industri-sektoren, hvor især autounderleverandøren Hella/Tyton bidrog positivt. Dog var årets bedste aktie tyske Sartorius, der leverer udstyr til pharmaindustrien. Endelig bidrog under-vægten i energisektoren ligeledes positivt til resultatet.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Marts 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter målt i NOK

Fondskode: DK0060587285

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri	26,8%
Sundhedspleje	14,9%
Forbrugsgoder	13,8%
Materialer	10,5%
Informationsteknologi	8,4%
Øvrige inkl. likvide	25,6%

Nøgletal

Active share 96,76

Måleperiode: til dec. 2015

Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt. Andelsklassen har fokus på kvalitetsselskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance samt evne til at generere pengestrømme. Derfor vil andelsklassen have modvind såfremt markedets risikopræmie falder, og selskaber af lav kvalitet 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 skulle klare sig bedre end disse i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Den største overvægt findes i industrisektoren, men inden for forskellige slutmarkeder og geografier. Fokus vil være på selskaber med stærke balancer og gode pengestrømme. Vi forventer, at små og mellemstore aktier i 2016 nok en gang vil klare sig bedre end de store aktier.

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

Europe 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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	20,28
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	18,14
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	120,28
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	-	2.720
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	85.050
Antal andele	-	-	-	-	911.014
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	11.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.537
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	817
Klassens resultat	2.720
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	93.818
Indløsninger i året	÷11.612
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	124
Overførsel af periodens resultat	2.720
Medlemmernes formue ultimo	85.050
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	1.039.254
Indløsninger i året	÷128.240
Andele ultimo året	911.014

Europæiske Obligationer

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.

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer bredt i forskellige typer europæiske obligationer. Endvidere kan op til 25 pct. af formuen investeres i obligationer med høj kreditkvalitet udstedt i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den europæiske rente. Mindst 85 pct. af afdelingens formue skal være enten udstedt i euro eller valutaafdækket til euro eller DKK, og udsving i valutakurserne påvirker derfor kun i begrænset omfang afdelingens afkast. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 0,23 pct., mens benchmark steg 1,22 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfreds-

stillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast i 2015 trods svagt stigende europæiske statsrenter.

Markedet

De europæiske statsrenter steg som forventet lidt i 2015, men udsvingene i renterne i løbet af 2015 var større end forventet. De tyske 10-årige statsrenter steg med 0,09 procentpoint. Inden for periferilandene var der større forskelle i renteutviklingen. Den spanske 10-årige statsrente steg med 0,17 procentpoint, mens den italienske statsrente faldt med 0,29 procentpoint. Merrenten på virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) steg med 0,48 procentpoint i 2015.

Markedet var præget af Den Europæiske Centralbanks, ECB's, store opkøbsprogram af statsobligationer. Det fik renterne til at falde markant frem til medio april 2015, hvorefter de igen steg og udlignede faldet. Den økonomiske vækst overraskede positivt i Europa, mens inflationen fortsat var lav og under ECB's ønskede niveau, da den blev holdt nede af faldende energi- og råvarepriser. Sidst på året nedsatte ECB den pengepolitiske rente og forlængede de månedlige opkøb af europæiske statsobligationer, mens den amerikanske centralbank, Fed, hævede renten for første gang i næsten 10 år.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,99 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det relative afkast var negativt påvirket af afdelingens overvægt af virksomhedsobligationer og undervægt af statsobligationer, da virksomhedsobligationer gav et lavere afkast end statsobligationer.

Papirvalget inden for både virksomhedsobligationer og statsobligationer bidrog derimod positivt til det relative afkast. Inden for virksomhedsobligationer kom de største positive bidrag fra investeringer i bank- og forsikringsobligationer, mens det positive bidrag fra statsobligationer kom fra investeringer i italienske statsobligationer.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1999
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Capital Euro Aggregate 500 MM Index
Fondskode: DK0016014079
Porteføljerafdgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	6,0%
1-3 år	14,8%
3-5 år	21,2%
5-10 år	51,3%
Over 10 år	0,9%
Øvrige inkl. likvide	5,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,14
Standardafvigelse	3,49
Tracking error	0,57
Information Ratio	-0,93
Sharpe Ratio (benchm.)	1,27
Standardafvigelse (benchm.)	3,54

Europæiske Obligationer

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Da afdelingen har en relativ stor overvægt i virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, vil en større stigning i investorernes risikoaversion alt andet lige ramme afdelingen ekstra hårdt. Fornyede politiske spændinger i Europa kan betyde stigende risikoaversion.

Forventninger til markedet og strategi

På den makroøkonomiske side tegner der sig et billede af en pæn økonomisk vækst i både Europa og USA, som fortsat er understøttet af en lempelig pengepolitik og lave energi- og råvarepriser.

Ikke desto mindre er der en række makroøkonomiske udfordringer, som kan blive afgørende for udviklingen i statsrenterne og kreditspændene for 2016.

Pengepolitikken er kilde til usikkerhed, efter at centralbanker i USA og Europa nu fører pengepolitik med modsatrettede fortegn, efter at Fed i december 2015 valgte at stramme pengepolitikken for første gang i næsten 10 år, mens ECB fortsat lemper. Det vil få effekt på de underliggende statsrenter og på kreditspændene i de to økonomier, som periodevis kan bevæge sig i modsat retning.

Vækstafmatningen i Kina og spørgsmålet om, hvor hård vækststopbremsningen bliver i 2016, er også en usikkerhedsfaktor for den globale økonomiske vækst. Samtidig har de markante fald i olie- og råvarepriserne allerede haft alvorlige konsekvenser for økonomien i en række nye markeder, men også for flere mine- og energiselskaber i de vestlige økonomier.

Solid økonomisk vækst, lave energi- og råvarepriser samt attraktive finansieringsvilkår er fortsat gode betingelser for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet. De attraktive finansieringsvilkår på det europæiske kreditmarkedet har tiltrukket både europæiske og en række store amerikanske udstedere af virksomhedsobligationer, som har udstedt i euro. Det store udbud af virksomhedsobligationer har haft en negativ effekt på kreditspændene igennem 2015, og vi forventer samme tendens med et stort udbud af virksomhedsobligationer fortsætter i 2016.

Udvidelsen af kreditspændene i løbet af 2015 giver et bedre udgangspunkt for indsnævring af kreditspænd i begyndelsen af 2016. De lave statsrenter forventes fortsat at stimulere investorernes efterspørgsel efter merrenten på virksomhedsobligationer.

Samlet set forventer vi en moderat stigning i de lange statsrenter og kreditspændene på uændrede niveauer, men med større udsving igennem året. På den baggrund forventer vi et lavt, men positivt, afkast for afdelingen i 2016. Skulle den økonomiske vækst i Europa blive stærkere end, vi antager, vil der komme et større opadgående pres på renterne, som kan føre til et negativt afkast i afdelingen.

På denne baggrund fastholder vi afdelingens overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer.

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

Europæiske Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	5.557	6.463	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	19	0	Indestående i depotselskab	10.229	8.114
I alt renter og udbytter	5.538	6.462	I alt likvide midler	10.229	8.114
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷4.278	9.297	Not. obl. fra danske udstedere	13.401	9.995
Afledte finansielle instr.	152	3.209	Not. obl. fra udl. udstedere	154.131	161.546
Valutakonti	269	286	I alt obligationer	167.532	171.542
4 Handelsomkostninger	÷42	÷45	Afl. finansielle instr.:		
I alt kursgevinster og -tab	÷3.901	12.746	Unot. afl. finansielle instr.	3	164
I alt indtægter	1.637	19.208	I alt afledte finansielle instr.	3	164
5 Administrationsomkostninger	1.395	1.344	Andre aktiver:		
Resultat før skat	242	17.864	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.038	3.528
Skat	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	355
Årets nettoresultat	242	17.864	I alt andre aktiver	3.038	3.883
Overskudsdisponering			Aktiver i alt	180.803	183.702
Foreslået udlodning	4.895	10.808	Passiver		
Overført til udlodning næste år	125	115	7 Medlemmernes formue	180.662	183.537
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	5.020	10.923	Afledte finansielle instrumenter:		
Overført til formuen	÷4.778	6.941	Unot. afl. finansielle instr.	130	94
I alt disponeret	242	17.864	I alt afledte finansielle instr.	130	94
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	10	71
			I alt anden gæld	10	71
			Passiver i alt	180.803	183.702

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	3,87	11,30	2,36	10,02	0,23
Benchmarkafkast (pct.)	2,99	11,63	2,15	10,91	1,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,11	112,17	109,69	117,18	110,73
Nettoresultat (t.DKK)	4.328	13.549	4.049	17.864	242
Udbytte (DKK pr. andel)	4,50	5,10	3,30	6,90	3,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,71	0,72	0,71	0,72	0,76
ÅOP	0,98	0,96	0,92	0,92	0,87
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,46	0,13	0,22	0,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	112.168	150.706	187.656	183.537	180.662
Antal andele	1.067.170	1.343.525	1.710.861	1.566.349	1.631.625
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europæiske Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	492	354
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.065	6.108
I alt renteindtægter	5.557	6.463

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	19	0
I alt renteudgifter	19	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+347	+51
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+3.931	9.348
Terminforretninger/futures m.m.	+1	+135
Renteforretninger	152	3.343
Valutakonti	269	286
Handelsomkostninger	+42	+45
I alt kursgevinster og -tab	+3.901	12.746

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+68	+72
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	26	27
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+42	+45

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	20	6
Managementhonorar	1.101	0	1.043	0
Fast administrationshonorar	294	0	275	0
I alt opdelte adm.omk.	1.395	0	1.338	6
I alt adm.omkostninger		1.395		1.344

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

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	5.538	6.462
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	19	0
Kursgevinst til udlodning	531	6.276
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	221	+679
Udlodning overført fra sidste år	115	133
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	6.424	12.192
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.395	1.344
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+8	74
I alt til rådighed for udlodning, netto	5.020	10.923

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.566.349	183.537	1.710.861	187.656
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+10.808		+5.646
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+776		33
Emissioner i året	341.276	40.061	205.862	23.278
Indløsninger i året	+276.000	+31.674	+350.374	+39.749
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		79		101
Foreslået udlodning		4.895		10.808
Overførsel af periodens resultat		+4.778		6.941
Overført til udlodning næste år		125		115
I alt medlemmernes formue	1.631.625	180.662	1.566.349	183.537

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,7	93,5
Øvrige finansielle instrumenter	+0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	92,7	93,5
Øvrige aktiver og passiver	7,3	6,5
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	1.927	1.922
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	778	802
4,50 DANSKE BANK 1/7-2009/2016	7.628	3.965
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	736	0
I alt	11.069	6.689

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

Fjernøsten

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktiviteter i Fjernøsten ekskl. Japan. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier, 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 udviklingen i fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markeds, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 3,41 pct., mens benchmark steg 1,40 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af afdelingens aktievalg.

Markedet

De asiatiske aktier bød på store udsving, og investorerne var gennem året vidner til nogle meget vanskelige markeder. De fleste af de større centralbanker foretrak at gå forsigtigt frem. Der var omfattende kvantitative lømpelser for at stimulere den økonomiske vækst i Europa, Japan og til en vis grad Kina. Omvendt sendte den amerikanske centralbank, Fed, signaler om en potentiel renteforhøjelse oven på tegn på fortsat bedring af den indenlandske økonomi, og Fed hævede renten i december. Den pengepolitiske divergens påvirkede ikke kun kapitalstrømmene, men kastede også lange skygger over de asiatiske markeder som følge af usikkerhed om, hvordan det ville påvirke de vestlige markeder. Den haltende økonomiske vækst i Kina lagde en dæmper på den globale samhandel og ramte især de eksportafhængige nye markeder i langt højere grad end ventet. Det kinesiske hovedland skabte også usikkerhed på de øvrige asiatiske markeder og de nye markeder i bredere forstand. Til trods for den store usikkerhed endte Kinas A-aktier året med regionens bedste afkast.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 4,81 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det var flere aktiespecifikke forhold, der var med til at påvirke det relative afkast. Jardine Strategics blev bl.a. påvirket af deres indonesiske investering - Astra International - der havde det svært på grund af sti-

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	25,2%
Singapore	20,6%
Indien	15,6%
Storbritannien	8,0%
Syd Korea	7,3%
Øvrige inkl. likvide	23,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,20
Standardafvigelse	14,35
Tracking error	5,46
Information Ratio	-0,53
Sharpe Ratio (benchm.)	0,40
Standardafvigelse (benchm.)	14,18
Active share	79,10

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Fjernøsten

gende konkurrence især i automobildivisionen. Vi er bevidste om udfordringerne på den korte bane, men Indonesien er fortsat interessant på længere sigt, og Astra er godt positioneret til at udnytte dette potentiale.

Banken Standard Chartered trak ned i afdelingens resultat til trods for en lang række positive meddelelser, som indeholdt ændringer til såvel ledelsen som bestyrelsen. Der ventes fortsat svære driftsforhold, men vi vurderer, at banken med de omfattende ændringer vil være godt rustet. Vores investeringer i Taiwan og Indien bidrog positivt til afdelingens resultat, og særligt vores overvægt af det indiske it-selskab Infosys bidrog markant til afkastet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der er fortsat risiko for en hård landing i kinesisk økonomi. Landets økonomiske opbremsning er til en vis grad tilsigtet, da Kina er i gang med en omstilling fra eksport- og investeringsdrevet vækst til en mere holdbar model drevet af forbrug. Til trods for flere politiske bommerter har den kinesiske regering midlerne til at understøtte væksten og sikre, at risici ikke spreder sig ud over det finansielle system.

I Indien står premierminister Narendra Modi fortsat over for en række udfordringer. Overhuset i det indiske parlament har afvist nye love om jordbesiddelser, som kunne give et løft til infrastrukturen, og en ny afgift på varer og tjenesteydelser er sat på hold. Indien har ikke desto mindre mange veldrevne selskaber, som trives godt trods de politiske og bureaukratiske hårknuder.

Andre udfordringer som f.eks. faldende global samhandel kan også tynde tilliden i de kommende måneder. I Mellemøsten er spændingerne mellem Iran og Saudi-Arabien gradvist blevet forværret, og det kan potentielt skabe nye udsving i olieprisen.

Afdelingen har en kraftig undervægt i Kina og vil derfor blive påvirket af meget store stigninger i dette marked. Undervægten er dog delvist modsvaret af en overvægt i Hongkong.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank kom langt om længe med sin første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Det blev godt modtaget af investorerne, og der er håb om, at man igen kan rette fokus på de grundlæggende økonomiske faktorer. Vi mener, at de asiatiske markeder nu er bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb.

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

Det vil stadig være aktieudvælgelsen, der er central i investeringsbeslutningen. Vi forventer, at vi også i 2016 vil se, at denne proces medfører en undervægt i Kina, Korea og Taiwan, hvilket bl.a. modsvares af pæne overvægte i Hongkong og Singapore.

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

Fjernøsten

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteudgifter	23	4	Likvide midler:		
2 Udbytter	18.621	22.383	Indestående i depotselskab	3.604	7.598
I alt renter og udbytter	18.598	22.379	I alt likvide midler	3.604	7.598
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	÷732	115.987	Not. aktier fra udl. selskaber	482.307	689.231
Valutakonti	÷147	3.295	I alt kapitalandele	482.307	689.231
Øvrige aktiver/passiver	÷6	7	Andre aktiver:		
4 Hændsomkostninger	÷368	÷281	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	588	403
I alt kursgevinster og -tab	÷1.253	119.009	I alt andre aktiver	588	403
I alt indtægter	17.346	141.387	Aktiver i alt	486.499	697.232
5 Administrationsomkostninger	10.333	12.277	Passiver		
Resultat før skat	7.013	129.111	8 Medlemmernes formue	486.461	696.724
6 Skat	809	939	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	6.204	128.172	Skyldige omkostninger	39	508
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	39	508
Foreslået udlodning	99.961	138.342	Passiver i alt	486.499	697.232
Overført til udlodning næste år	7	373			
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	99.969	138.715			
Overført til formuen	÷93.765	÷10.543			
I alt disponeret	6.204	128.172			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷10,28	22,78	÷6,17	20,52	÷3,41
Benchmarkafkast (pct.)	÷14,77	20,94	÷1,39	19,12	1,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	153,55	179,01	131,32	138,50	111,93
Nettoresultat (t.DKK)	÷242.667	454.636	÷76.168	128.172	6.204
Udbytte (DKK pr. andel)	8,75	39,25	17,10	27,50	23,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,59	1,59	1,60	1,64
ÅOP	1,97	1,94	1,91	1,94	1,90
Omsætningshastighed (antal gange)	0,03	0,00	0,00	0,02	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.134.362	1.491.906	1.114.770	696.724	486.461
Antal andele	13.900.151	8.334.385	8.488.927	5.030.621	4.346.137
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Fjernøsten

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	23	4
I alt renteudgifter	23	4

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.621	22.383
I alt udbytter	18.621	22.383

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+732	115.987
Valutakonti	+147	3.295
Øvrige aktiver/passiver	+6	7
Handelsomkostninger	+368	+281
I alt kursgevinster og -tab	+1.253	119.009

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+708	+1.200
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	341	919
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+368	+281

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	106	36
Managementhonorar	9.451	0	11.183	0
Fast administrationshonorar	881	0	951	0
I alt opdelt adm.omk.	10.333	0	12.241	36
I alt adm.omkostninger		10.333		12.277

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

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	809	939
I alt skat	809	939

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

2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	18.598	22.379
Ikke refunderbar udbytteskat	+809	+939
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	23	0
Kursgevinst til udlodning	104.336	165.605
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+13.213	+37.624
Udlodning overført fra sidste år	373	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	109.309	149.421
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	10.333	12.277
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	992	1.572
I alt til rådighed for udlodning, netto	99.969	138.715

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

2015 2014

Antal andele Formueværdi i 1.000 DKK Antal andele Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	5.030.621	696.724	8.488.927	1.114.770
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+138.342		+145.161
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.334		42.409
Emissioner i året	169.505	24.950	95.761	12.365
Indløsninger i året	+853.989	+105.623	+3.554.067	+456.954
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		214		1.124
Foreslået udlodning		99.961		138.342
Overførsel af periodens resultat		+93.765		+10.543
Overført til udlodning næste år		7		373
I alt medlemmernes formue	4.346.137	486.461	5.030.621	696.724

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

2015 2014

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

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

Fjernøsten Indeks

Investerer indeksbaseret i aktier på aktiemarkederne i Asien uden for Japan. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 0,78 pct., mens benchmark steg 1,40 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse,

fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

De asiatiske aktier bød på store udsving, og investorerne var gennem året vidner til nogle meget vanskelige markeder. De fleste af de større centralbanker foretrak at gå forsigtigt frem. Der var omfattende kvantitative lempelser for at stimulere den økonomiske vækst i Europa, Japan og til en vis grad Kina. Omvendt sendte den amerikanske centralbank, Fed, signaler om en potentiel renteforhøjelse oven på tegn på fortsat bedring af den indenlandske økonomi, og Fed hævede renten i december. Den pengepolitiske divergens påvirkede ikke kun kapitalstrømmene, men kastede også lange skygger over de asiatiske markeder som følge af usikkerhed om, hvordan det ville påvirke de vestlige markeder. Den haltende økonomiske vækst i Kina lagde en dæmper på den globale samhandel og ramte især de eksportafhængige nye markeder i langt højere grad end ventet. Det kinesiske hovedland skabte også usikkerhed på de øvrige asiatiske markeder og de nye markeder i bredere forstand. Til trods for den store usikkerhed endte Kinas A-aktier året med regionens bedste afkast.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,62 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der er fortsat risiko for en hård landing i kinesisk økonomi. Landets økonomiske opbremsning er til en vis grad tilsigtet, da Kina er i gang med en omstilling fra eksport- og investeringsdrevet vækst til en mere holdbar model drevet af forbrug. Til trods for flere politiske bommerter har den kinesiske regering midlerne til at understøtte væksten og sikre, at risici ikke spreder sig ud over det finansielle system.

I Indien står premierminister Narendra Modi fortsat over for en række udfordringer. Overhuset i det indiske parlament har

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 1994

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI AC Asia ex Japan inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010207141

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

Kina	22,5%
Hongkong	20,0%
Sydkorea	17,5%
Taiwan	13,7%
Indien	9,8%
Øvrige inkl. likvide	16,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,36
Standardafvigelse	14,10
Tracking error	0,57
Information Ratio	-1,06
Sharpe Ratio (benchm.)	0,40
Standardafvigelse (benchm.)	14,18
Active share	14,75

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Fjernøsten Indeks

af vist nye love om jordbesiddelser, som kunne give et løft til infrastrukturen, og en ny afgift på varer og tjenesteydelser er sat på hold. Indien har ikke desto mindre mange veldrevne selskaber, som trives godt trods de politiske og bureaukratiske hårknuder.

Andre udfordringer som f.eks. faldende global samhandel kan også tynde tilliden i de kommende måneder. I Mellempøsten er spændingerne mellem Iran og Saudi-Arabien gradvist blevet forværret, og det kan potentielt skabe nye udsving i olieprisen.

Afdelingen har en kraftig undervægt i Kina og vil derfor blive påvirket af meget store stigninger i dette marked. Undervægten er dog delvist modsvaret af en overvægt i Hongkong.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank kom langt om længe med sin første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Det blev godt modtaget af investorerne, og der er håb om, at man igen kan rette fokus på de grundlæggende økonomiske faktorer. Vi mener, at de asiatiske markeder nu er bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb.

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

Det vil stadig være aktieudvælgelsen, der er central i investeringsbeslutningen. Vi forventer, at vi også i 2016 vil se, at denne proces medfører en undervægt i Kina, Sydkorea og Taiwan, hvilket bl.a. modsvares af pæne overvægte i Hongkong og Singapore.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Fjernøsten Indeks

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1	÷3	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	3	1	Indestående i depotselskab	551	721
3 Udbytter	4.354	3.257	I alt likvide midler	551	721
I alt renter og udbytter	4.353	3.254	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra udl. udstedere	17	0
Obligationer	16	÷42	I alt obligationer	17	0
Kapitalandele	÷2.156	16.980	Kapitalandele:		
Valutakonti	282	364	Not. aktier fra udl. selskaber	121.100	124.238
Øvrige aktiver/passiver	1	1	I alt kapitalandele	121.100	124.238
5 Handelsomkostninger	÷74	÷38	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	÷1.932	17.265	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	255	41
I alt indtægter	2.420	20.518	I alt andre aktiver	255	41
6 Administrationsomkostninger	817	717	Aktiver i alt	121.923	125.000
Resultat før skat	1.603	19.802	Passiver		
7 Skat	428	277	9 Medlemmernes formue	121.917	124.960
Årets nettoresultat	1.175	19.525	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	6	40
Foreslået udlodning	8.647	4.297	I alt anden gæld	6	40
Overført til udlodning næste år	61	42	Passiver i alt	121.923	125.000
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	8.708	4.339			
Overført til formuen	÷7.533	15.186			
I alt disponeret	1.175	19.525			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷14,82	19,97	÷2,03	18,48	0,78
Benchmarkafkast (pct.)	÷14,77	20,94	÷1,39	19,12	1,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	118,08	120,12	113,94	127,97	125,48
Nettoresultat (t.DKK)	÷36.477	26.973	÷2.981	19.525	1.175
Udbytte (DKK pr. andel)	20,00	3,75	5,90	4,40	8,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
ÅOP	0,96	0,99	0,92	0,95	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,07
Medlemmernes formue (t.DKK)	139.765	151.190	123.719	124.960	121.917
Antal andele	1.183.681	1.258.676	1.085.858	976.515	971.602
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Fjernøsten Indeks

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1	÷3
I alt renteindtægter	1	÷3

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

Andre renteudgifter	3	1
I alt renteudgifter	3	1

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.354	3.257
I alt udbytter	4.354	3.257

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	16	÷42
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷2.156	16.951
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	28
Valutakonti	282	364
Øvrige aktiver/passiver	1	1
Handelsomkostninger	÷74	÷38
I alt kursgevinster og -tab	÷1.932	17.265

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

Bruttohandelsomkostninger	÷125	÷100
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	51	63
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷74	÷38

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	14	4
Managementhonorar	616	0	537	0
Fast administrationshonorar	201	0	162	0
I alt opdelte adm.omk.	817	0	713	4
I alt adm.omkostninger		817		717

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	428	277
I alt skat	428	277

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

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	4.353	3.254
Ikke refunderbar udbytteskat	÷428	÷277
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	3	0
Kursgevinst til udlodning	5.637	2.284
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷90	÷221
Udlodning overført fra sidste år	42	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	9.517	5.040
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	817	717
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	9	16
I alt til rådighed for udlodning, netto	8.708	4.339

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	976.515	124.960	1.085.858	123.719
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷4.297		÷6.407
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		15		454
Emissioner i året	68.687	9.234	27.657	3.317
Indløsninger i året	÷73.600	÷9.199	÷137.000	÷15.670
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		28		21
Foreslået udlodning		8.647		4.297
Overførsel af periodens resultat		÷7.533		15.186
Overført til udlodning næste år		61		42
I alt medlemmernes formue	971.602	121.917	976.515	124.960

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	99,4
I alt finansielle instrumenter	99,3	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,6
I alt	100,0	100,0

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

Fonde

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,44 pct., mens markedet for mellemlange danske obligationer faldt 0,04 pct. i samme periode. Afkastet var således tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventninger om et lavt, men positivt, afkast.

Markedet

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

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,40 procentpoint lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afdelingen var i 2015 primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af obligationer med høj kupon. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1998

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0015989610

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	27,5%
1-3 år	26,3%
3-5 år	20,0%
5-10 år	16,6%
Over 10 år	6,7%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,84
Standardafvigelse	1,46

Fonde

af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. Afdelingens bedste investering blev beholdningen af 30-årige 3,5 %-obligationer, som gennem året gav et afkast på 1,5 pct. og 3,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav et negativt afkast på omkring 5 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Fonde

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	57.193	75.101	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	108	0	Indestående i depotselskab	3.861	1.482
I alt renter og udbytter	57.084	75.101	I alt likvide midler	3.861	1.482
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷55.310	8.744	Not. obl. fra danske udstedere	2.066.318	2.636.921
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	2.066.318	2.636.921
I alt kursgevinster og -tab	÷55.310	8.744	Andre aktiver:		
I alt indtægter	1.774	83.846	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	12.770	17.224
5 Administrationsomkostninger	12.276	14.063	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.280	0
Resultat før skat	÷10.502	69.782	I alt andre aktiver	14.050	17.224
Skat	0	0	Aktiver i alt	2.084.229	2.655.627
Årets nettoresultat	÷10.502	69.782	Passiver		
Overskudsdisponering			7 Medlemmernes formue	2.084.150	2.430.777
Foreslået udlodning	20.534	36.162	Anden gæld:		
Udbetalt acontoudlodning	22.419	28.870	Skyldige omkostninger	80	687
Overført til udlodning næste år	1.146	1.148	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	224.163
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	44.098	66.180	I alt anden gæld	80	224.850
Overført til formuen	÷54.600	3.602	Passiver i alt	2.084.229	2.655.627
I alt disponeret	÷10.502	69.782			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	4,75	3,08	1,71	2,70	÷0,44
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,77	95,16	94,07	94,11	91,35
Nettoresultat (t.DKK)	153.408	98.741	48.687	69.782	÷10.502
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	3,25	2,60	2,50	1,85
Administrationsomkostninger (pct.)	0,54	0,55	0,54	0,55	0,55
ÅOP	0,74	0,75	0,71	0,72	0,58
Omsætningshastighed (antal gange)	0,26	0,42	0,24	0,15	0,31
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.379.058	3.201.041	2.663.217	2.430.777	2.084.150
Antal andele	35.282.160	33.638.792	28.311.979	25.830.225	22.815.171
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Fonde

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	56.643	75.101
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	550	0
I alt renteindtægter	57.193	75.101

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	108	0
I alt renteudgifter	108	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+55.313	8.744
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3	0
I alt kursgevinster og -tab	+55.310	8.744

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

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

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	80	91
Managementhonorar	10.044	0	11.569	0
Fast administrationshonorar	2.232	0	2.324	0
I alt opdelte adm.omk.	12.276	0	13.972	91
I alt adm.omkostninger		12.276		14.063

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

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

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	57.084	75.101
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	108	0
Kursgevinst til udlodning	+41	7.262
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+2.416	+2.485
Udlodning overført fra sidste år	1.148	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	55.884	79.878
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	12.276	14.063
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	491	365
I alt til rådighed for udlodning, netto	44.098	66.180

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	25.830.225	2.430.777	28.311.979	2.663.217
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+36.162		+39.637
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.690		1.684
Emissioner i året	201.740	18.495	513.222	48.698
Indløsninger i året	+3.216.794	+298.042	+2.994.976	+284.419
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		312		321
Foreslået udlodning		20.534		36.162
Overførsel af periodens resultat		+54.600		3.602
Overført til udlodning næste år		1.146		1.148
I alt medlemmernes formue	22.815.171	2.084.150	25.830.225	2.430.777

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	108,5
I alt finansielle instrumenter	99,1	108,5
Øvrige akiver og passiver	0,9	+8,5
I alt	100,0	100,0

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

Global Højt Udbytte

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 7,86 pct., mens benchmark steg 8,06 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

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

Aktier med højt udbytte målt ved MSCI World High Dividend Yield har i perioden givet et afkast, der er ca. 2,6 procentpoint mindre end det generelle aktiemarked målt ved MSCI World.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,20 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldtes især, at vores aktieudvælgelse inden for energi og telekommunikation bidrog negativt. I energi bød Royal Dutch Shell på konkurrenten BG Group med en præmie på 54 pct. ud fra et ønske om at styrke kvaliteten af selskabets aktiver. Royal Dutch Shell faldt på denne baggrund samt som følge af de faldende oliepriser med 22 pct. i 2015. Amerikanske ConocoPhillips faldt også 22 pct., hvilket alene må tilskrives udviklingen i olieprisen. Canadiske Husky Energy klarede sig også skidt med et fald på 36 pct., hvilket skyldtes nedskrivning af værdien af deres oliereserver og en ændring af udbyttepolitikken. Vi valgte at sælge vores position i Husky Energy og i stedet placere en del af provenuet i ConocoPhillips. Vi havde generelt en stor undervægt inden for energisektoren gennem hele året. I telekommunikationssektoren faldt Teliasonera 10 pct. som følge af fortsatte problemer

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2014

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World High Dividend Index inklusive nettoudbytter

Fondskode: DK0060577484

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	38,7%
Storbritannien	12,4%
Schweiz	9,7%
Tyskland	7,6%
Holland	7,0%
Øvrige inkl. likvide	24,6%

Nøgletal

Active share 68,40

Global Højt Udbytte

i deres østeuropæiske aktiviteter, og vi havde ikke investeret i de selskaber i sektoren, som steg mest. Endelig faldt det canadiske kabeltv-selskab Shaw 27 pct., efter at selskabet ændrede strategi gennem opkøbet af mobiltelefoniselskabet Wind. Vores bedste aktie blev det engelske forsikringselskab Direct Line Insurance Group, som på basis af stærke resultater og store ekstraordinære udbytter steg 55 pct. Vores næstbedste forsikringsaktie var Sampo med et afkast på 25 pct. Derudover tjente vi godt på forbrugsselskaberne McDonalds, Altria og Unilever, som steg henholdsvis 44, 35 og 26 pct. McDonalds' nye chef fik succes med sin nye strategi, og Altria drog fordel af konsolideringen på det amerikanske tobaksmarked. Unilever leverede en række gode regnskaber, som viste, at afmatningen i flere udviklingslande ikke kan overskygge de solide resultater af den interne effektivisering.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

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

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

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

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

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte på sektorniveau er ved udgangen af 2015 finans- og forsyningssektoren, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger og lav risiko. Modsat er vores største undervægte inden for sektorerne energi og industri, hvor fremtidsudsigterne er relativt dårlige.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen har en høj eksponering mod forsikringselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger. Afdelingen har også overvægt inden for forsyning, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er modsat 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 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Global Højt Udbytte

Resultatopgørelse		
	1.1.-31.12.2015	17.11.-31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	1	1
2 Renteudgifter	8	0
3 Udbytter	6.938	251
I alt renter og udbytter	6.931	252
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	11.490	1.368
Valutakonti	665	21
Øvrige aktiver/passiver	÷12	2
5 Handelsomkostninger	÷146	÷4
I alt kursgevinster og -tab	11.997	1.387
I alt indtægter	18.928	1.640
6 Administrationsomkostninger	3.068	247
Resultat før skat	15.861	1.392
7 Skat	673	37
Årets nettoresultat	15.188	1.355
Overskudsdisponering		
Foreslået udlodning	12.333	0
Overført til udlodning næste år	107	0
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	12.441	0
Overført til formuen	2.747	1.355
I alt disponeret	15.188	1.355

Balance		
	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.879	2.319
I alt likvide midler	1.879	2.319
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	311.062	111.618
I alt kapitalandele	311.062	111.618
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	398	111
Mellemvær. vedr. handelsafv.	553	0
Aktuelle skatteaktiver	117	2
I alt andre aktiver	1.068	112
Aktiver i alt	314.010	114.049
Passiver		
9 Medlemmernes formue	313.984	113.929
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	26	120
I alt anden gæld	26	120
Passiver i alt	314.010	114.049

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2014	2015
Afkast (pct.)*	-	-	-	1,49	7,86
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	1,00	8,06
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	101,49	109,47
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	1.355	15.188
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	0,00	4,30
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,62	1,62
ÅOP	-	-	-	1,91	1,80
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,03	0,32
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	113.929	313.984
Antal andele	-	-	-	1.122.512	2.868.175
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Global Højt Udbytte

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	8	0
I alt renteudgifter	8	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.938	251
I alt udbytter	6.938	251

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.490	1.368
Valutakonti	665	21
Øvrige aktiver/passiver	÷12	2
Handelsomkostninger	÷146	÷4
I alt kursgevinster og -tab	11.997	1.387

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷366	÷151
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	220	147
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷146	÷4

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	35	0
Managementhonorar	2.802	0	194	0
Fast administrationshonorar	265	0	19	0
I alt opdelt adm.omk.	3.068	0	247	0
I alt adm.omkostninger		3.068		247

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	673	37
I alt skat	673	37

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	6.931	252	
Ikke refunderbar udbytteskat	÷673	÷37	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷111	÷2	
Kursgevinst til udlodning	2.701	÷115	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	8.718	1	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	17.567	99	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.068	247	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷2.059	÷6	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	12.441	÷154	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷154	
I alt til rådighed for udlodning, netto	12.441	0	

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

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	1.122.512	113.929	0	0
Emissioner i året	1.745.663	184.798	1.122.512	112.332
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		69		242
Foreslået udlodning		12.333		0
Overførsel af periodens resultat		2.747		1.355
Overført til udlodning næste år		107		0
I alt medlemmernes formue	2.868.175	313.984	1.122.512	113.929

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	98,0
I alt finansielle instrumenter	99,1	98,0
Øvrige aktiver og passiver	0,9	2,0
I alt	100,0	100,0

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

Global Indeks

Investorerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 10,14 pct., mens benchmark steg 10,66 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,52 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 2000
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010263052
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	57,1%
Japan	8,9%
Storbritannien	6,8%
Schweiz	4,0%
Frankrig	3,7%
Øvrige inkl. likvide	19,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,37
Standardafvigelse	11,15
Tracking error	0,12
Information Ratio	-2,54
Sharpe Ratio (benchm.)	1,39
Standardafvigelse (benchm.)	11,22
Active share	4,81

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global Indeks

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Global Indeks

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	20	20	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	57	1	Indestående i depotselskab	9.195	6.997
3 Udbytter	77.068	57.887	I alt likvide midler	9.195	6.997
I alt renter og udbytter	77.031	57.906	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra DK selskaber	19.399	16.319
4 Andre indtægter	91	0	Not. aktier fra udl. selskaber	2.607.829	2.628.898
I alt andre indtægter og omk.:	91	0	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	1.044	0
5 Kursgevinster og -tab:			I alt kapitalandele	2.628.272	2.645.217
Kapitalandele	198.315	315.673	Andre aktiver:		
Valutakonti	7.045	1.958	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.321	2.920
Øvrige aktiver/passiver	12	82	Andre tilgodehavender	180	905
6 Handelsomkostninger	÷82	÷56	Aktuelle skatteaktiver	2.094	1.599
I alt kursgevinster og -tab	205.290	317.656	I alt andre aktiver	5.594	5.424
I alt indtægter	282.412	375.562	Aktiver i alt	2.643.062	2.657.638
7 Administrationsomkostninger	16.400	11.907	Passiver		
Resultat før skat	266.012	363.654	10 Medlemmernes formue	2.642.918	2.656.781
8 Skat	6.424	4.214	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	259.588	359.441	Skyldige omkostninger	143	858
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	143	858
Foreslået udlodning	265.954	0	Passiver i alt	2.643.062	2.657.638
Overført til udlodning næste år	310	÷151.058			
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	266.264	÷151.058			
Overført til formuen	÷6.676	510.499			
I alt disponeret	259.588	359.441			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷6,79	14,08	20,91	18,99	10,14
Benchmarkafkast (pct.)	÷6,49	14,49	21,19	19,27	10,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	61,43	68,50	81,14	96,54	106,33
Nettoresultat (t.DKK)	48.705	162.986	263.614	359.441	259.588
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	1,50	0,00	0,00	10,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,59	0,62	0,61	0,61
ÅOP	0,89	0,85	0,86	0,85	0,66
Omsætningshastighed (antal gange)	0,11	0,00	0,00	0,00	0,01
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.166.663	1.264.580	1.604.155	2.656.781	2.642.918
Antal andele	18.992.100	18.462.055	19.771.333	27.518.614	24.855.538
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global Indeks

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	20	17
Andre renteindtægter	0	3
I alt renteindtægter	20	20

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	57	1
I alt renteudgifter	57	1

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	322	162
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	75.422	57.704
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	290	21
Øvrige udbytter	1.035	0
I alt udbytter	77.068	57.887

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	119	0
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Danske Bank A/S	÷20	0
Danske Invest Management A/S	÷8	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	91	0

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	5.134	1.401
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	193.379	314.235
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷198	36
Valutakonti	7.045	1.958
Øvrige aktiver/passiver	12	82
Handelsomkostninger	÷82	÷56
I alt kursgevinster og -tab	205.290	317.656

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷1.359	÷1.183
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.277	1.127
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷82	÷56

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	27	0	49	0
Øvrige omkostninger	6	0	173	54
Managementhonorar	12.345	0	8.891	0
Fast administrationshonorar	4.023	0	2.742	0
I alt opdelte adm.omk.	16.400	0	11.854	54
I alt adm.omkostninger		16.400		11.907

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

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	6.424	4.214
I alt skat	6.424	4.214

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

	2015	2014
Renter og udbytter	77.031	57.906
Ikke refunderbar udbytteskat	÷6.424	÷4.214
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷280	÷457
Kursgevinst til udlodning	300.116	31.364
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	63.091	÷50.137
Udlodning overført fra sidste år	÷151.058	÷185.519
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	282.476	÷151.057
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	16.400	11.907
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	188	÷1.956
I alt til rådighed for udlodning, brutto	266.264	÷164.921

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år

0 ÷13.863

I alt til rådighed for udlodning, netto 266.264 ÷151.058

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE

2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	27.518.614	2.656.781	19.771.333	1.604.155
Emissioner i året	6.964.023	766.867	10.368.984	915.697
Indløsninger i året	÷9.627.099	÷1.041.469	÷2.621.703	÷224.238
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.152		1.726
Foreslået udlodning		265.954		0
Overførsel af periodens resultat		÷6.676		510.499
Overført til udlodning næste år		310		÷151.058
I alt medlemmernes formue	24.855.538	2.642.918	27.518.614	2.656.781

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
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

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	1.636	1.604

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

	2015	2014
AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	76.423	0

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	86.256	0
I alt sikkerhed	86.256	0

Global Indeks 2

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så usving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, selskabs-specifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 10,17 pct., mens benchmark steg 10,66 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæf-

tigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,49 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1984
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266584
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	57,9%
Japan	8,8%
Storbritannien	6,8%
Schweiz	3,9%
Tyskland	3,4%
Øvrige inkl. likvide	19,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,37
Standardafvigelse	11,18
Tracking error	0,31
Information Ratio	-0,84
Sharpe Ratio (benchm.)	1,39
Standardafvigelse (benchm.)	11,22
Active share	22,02

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global Indeks 2

den stærke USD, indenlandsk orienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Global Indeks 2

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3	3	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	4	0	Indestående i depotselskab	1.937	382
3 Udbytter	16.979	13.133	I alt likvide midler	1.937	382
I alt renter og udbytter	16.978	13.135	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra DK selskaber	4.085	2.303
4 Andre indtægter	12	0	Not. aktier fra udl. selskaber	537.515	468.007
I alt andre indtægter og omk.:	12	0	I alt kapitalandele	541.600	470.310
5 Kursgevinster og -tab:			Andre aktiver:		
Kapitalandele	38.675	64.280	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	668	523
Valutakonti	409	324	Andre tilgodehavender	0	54
Øvrige aktiver/passiver	7	20	Aktuelle skatteaktiver	530	697
6 Handelsomkostninger	÷32	÷1	I alt andre aktiver	1.198	1.274
I alt kursgevinster og -tab	39.059	64.623	Aktiver i alt	544.735	471.966
I alt indtægter	56.049	77.758	Passiver		
7 Administrationsomkostninger	3.369	2.595	10 Medlemmernes formue	544.707	471.813
Resultat før skat	52.680	75.163	Anden gæld:		
8 Skat	1.248	846	Skyldige omkostninger	28	153
Årets nettoresultat	51.432	74.318	I alt anden gæld	28	153
Overskudsdisponering			Passiver i alt	544.735	471.966
Foreslået udlodning	21.459	17.420			
Overført til udlodning næste år	378	111			
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	21.837	17.531			
Overført til formuen	29.595	56.787			
I alt disponeret	51.432	74.318			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷2,52	14,27	21,06	19,00	10,17
Benchmarkafkast (pct.)	÷2,64	14,49	21,19	19,27	10,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	61,98	69,23	82,13	97,50	104,07
Nettoresultat (t.DKK)	÷9.815	55.070	79.307	74.318	51.432
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	1,50	0,20	3,60	4,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,60	0,62	0,61	0,61
ÅOP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,67
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Medlemmernes formue (t.DKK)	396.588	403.541	418.258	471.813	544.707
Antal andele	6.399.014	5.828.789	5.092.587	4.839.014	5.233.975
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global Indeks 2

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	3	3
I alt renteindtægter	3	3

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	4	0
I alt renteudgifter	4	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	106	38
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.720	13.095
Øvrige udbytter	152	0
I alt udbytter	16.979	13.133

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	16	0
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Danske Bank A/S	÷2	0
Danske Invest Management A/S	÷1	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	12	0

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	1.281	472
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	37.394	63.797
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	11
Valutakonti	409	324
Øvrige aktiver/passiver	7	20
Handelsomkostninger	÷32	÷1
I alt kursgevinster og -tab	39.059	64.623

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷87	÷49
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	55	48
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷32	÷1

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	12	0	19	0
Øvrige omkostninger	3	0	49	14
Managementhonorar	2.529	0	1.928	0
Fast administrationshonorar	825	0	584	0
I alt opdeltede adm.omk.	3.369	0	2.580	14
I alt adm.omkostninger		3.369		2.595

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

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.248	846
I alt skat	1.248	846

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	16.978	13.135	
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.248	÷846	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	170	÷40	
Kursgevinst til udlodning	9.186	7.987	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	22	÷105	
Udlodning overført fra sidste år	111	0	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	25.218	20.131	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.369	2.595	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷12	÷5	
I alt til rådighed for udlodning, netto	21.837	17.532	

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
------------------------------	------	------

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	4.839.014	471.813	5.092.587	418.258
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷17.420		÷1.019
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷1.465		47
Emissioner i året	490.961	50.748	203.427	19.071
Indløsninger i året	÷96.000	÷10.480	÷457.000	÷38.943
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		80		80
Foreslået udlodning		21.459		17.420
Overførsel af periodens resultat		29.595		56.787
Overført til udlodning næste år		378		111
I alt medlemmernes formue	5.233.975	544.707	4.839.014	471.813

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,7
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,7
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	667	343

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	14.691	0

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	16.513	0
I alt sikkerhed	16.513	0

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

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

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

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

Global Indeks – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteindtægter	2	2		
2	Renteudgifter	9	0		
3	Udbytter	7.413	3.472	Likvide midler:	
	I alt renter og udbytter	7.406	3.473	Indestående i depotselskab	819 660
				I alt likvide midler	819 660
Andre indtægter og omk.:			Kapitalandele:		
4	Andre indtægter	4	0	Not. aktier fra DK selskaber	2.158 1.290
	I alt andre indtægter og omk.:	4	0	Not. aktier fra udl. selskaber	248.705 213.056
				I alt kapitalandele	250.864 214.346
5	Kursgevinster og -tab:			Afl. finansielle instr.:	
	Kapitalandele	17.773	23.045	Unot. afl. finansielle instr.	4.577 28
	Afledte finansielle instr.	÷12.563	÷15.348	I alt afledte finansielle instr.	4.577 28
	Valutakonti	÷8.287	695		
	Øvrige aktiver/passiver	÷5	8	Andre aktiver:	
6	Handelsomkostninger	÷107	÷19	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	309 252
	I alt kursgevinster og -tab	÷3.189	8.380	Andre tilgodehavender	0 13
				Mellemvær. vedr. handelsafv.	302 0
	I alt indtægter	4.220	11.853	Aktuelle skatteaktiver	134 216
				I alt andre aktiver	745 481
7	Administrationsomkostninger	1.528	831	Aktiver i alt	257.005 215.515
	Resultat før skat	2.692	11.022		
8	Skat	582	108	Passiver	
	Årets nettoresultat	2.110	10.914	9 Medlemmernes formue	256.709 212.219
				Afledte finansielle instrumenter:	
	Overskudsdisponering			Unot. afl. finansielle instr.	283 3.228
	Overført til formuen	2.110	10.914	I alt afledte finansielle instr.	283 3.228
	I alt disponeret	2.110	10.914	Anden gæld:	
				Skyldige omkostninger	14 69
				I alt anden gæld	14 69
				Passiver i alt	257.005 215.515

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)	÷2.645	5.238	12.364	10.914	2.110
Omsætningshastighed (antal gange)	0,12	0,02	0,09	0,10	0,20
Medlemmernes formue (t.DKK)	42.207	42.979	61.873	212.219	256.709

Global Indeks – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

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

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	9	0
I alt renteudgifter	9	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	48	8
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.329	3.463
Øvrige udbytter	36	0
I alt udbytter	7.413	3.472

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	4	0
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		

Danske Bank A/S	÷1	0
Danske Invest Management A/S	0	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	4	0

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	521	140
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.252	22.905
Terminsfremretninger/futures m.m.	÷12.563	÷15.348
Valutakonti	÷8.287	695
Øvrige aktiver/passiver	÷5	8
Handelsomkostninger	÷107	÷19
I alt kursgevinster og -tab	÷3.189	8.380

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷194	÷149
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	87	129
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷107	÷19

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	6	0	20	0
Øvrige omkostninger	2	0	10	2
Managementhonorar	1.146	0	606	0
Fast administrationshonorar	374	0	193	0
I alt opdelt adm.omk.	1.528	0	829	2
I alt adm.omkostninger		1.528		831

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

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	582	108
I alt skat	582	108

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

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

Medlemmernes formue primo		212.219		61.873
Emissioner i året		55.286		142.129
Indløsninger i året		÷12.978		÷2.706
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		72		9
Overførsel af periodens resultat		2.110		10.914
I alt medlemmernes formue		256.709		212.219

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	101,0
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	÷1,5
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,5
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	102	92

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

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK

	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	2.896	0

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.384	0
I alt sikkerhed	3.384	0

Global Indeks – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Global Indeks – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 1,15 pct., mens benchmark steg 1,20 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

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

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,05 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandsk orienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbe-

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2003
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World incl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016248222
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	56,1%
Japan	8,8%
Storbritannien	6,2%
Schweiz	4,1%
Tyskland	3,5%
Øvrige inkl. likvide	21,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,16
Standardafvigelse	10,07
Tracking error	0,86
Information Ratio	0,30
Sharpe Ratio (benchm.)	1,12
Standardafvigelse (benchm.)	10,22
Active share	28,88

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global Indeks – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Global Indeks – Akkumulerende KL

gyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷5,48	13,41	28,81	9,29	1,15
Benchmarkafkast (pct.)	÷5,78	14,32	27,75	9,29	1,20
Indre værdi (DKK pr. andel)	123,12	139,63	179,85	196,57	198,83
Nettoreultat (t.DKK)	÷2.645	5.238	12.364	10.914	2.110
Administrationsomkostninger (pct.)	0,69	0,66	0,87	0,62	0,61
ÅOP	0,97	0,92	1,14	0,88	0,70
Medlemmernes formue (t.DKK)	42.207	42.979	61.873	212.219	256.709
Antal andele	342.806	307.806	344.023	1.079.622	1.291.081
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.633	11.718
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.522	804
Klassens resultat	2.110	10.914
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	212.219	61.873
Emissioner i året	55.286	142.129
Indløsninger i året	÷12.978	÷2.706
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	72	9
Overførsel af periodens resultat	2.110	10.914
Medlemmernes formue ultimo	256.709	212.219
Antal andele		
Andele primo året	1.079.622	344.023
Emissioner i året	274.459	749.599
Indløsninger i året	÷63.000	÷14.000
Andele ultimo året	1.291.081	1.079.622

Global Plus

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 11,30 pct., mens benchmark steg 9,00 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøg-

letal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet - opdateret

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 2,30 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens merafkast i 2015. Afdelingens begrænsede investeringer inden for energisektoren og betydelige investeringer inden for sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet. Modsat bidrog især vores investeringer inden for industrisektoren og forbrugsgoder negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United Healthcare Group, danske Novo Nordisk og den italienske dækproducent Pirelli, der bidrog positivt.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2000
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010270503
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	40,6%
Storbritannien	8,9%
Japan	7,4%
Schweiz	7,2%
Danmark	6,0%
Øvrige inkl. likvide	29,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,22
Standardafvigelse	10,90
Tracking error	3,93
Information Ratio	-0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	11,16
Active share	93,13

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global Plus

Modsat var afdelingens investeringer i Pearson, som producerer og sælger uddannelsesmaterialer, verdens største cementproducent LafargeHolcim samt japanske Omron, der fremstiller komponenter til automatisering af industriprodukter, negative bidragsydere til afdelingens merafkast i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

Global Plus

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	4	2	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	4	0	Indestående i depotselskab	3.612	2.635
3 Udbytter	2.416	2.694	I alt likvide midler	3.612	2.635
I alt renter og udbytter	2.415	2.696	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	3.203	2.404
Kapitalandele	10.853	11.122	Not. aktier fra udl. selskaber	107.217	95.241
Valutakonti	141	256	I alt kapitalandele	110.420	97.645
Øvrige aktiver/passiver	5	4	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷ 110	÷ 80	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	61	49
I alt kursgevinster og -tab	10.889	11.302	Andre tilgodehavender	0	68
I alt indtægter	13.304	13.998	Aktuelle skatteaktiver	204	271
6 Administrationsomkostninger	1.861	1.319	I alt andre aktiver	265	388
Resultat før skat	11.444	12.679	Aktiver i alt	114.297	100.668
7 Skat	220	136	Passiver		
Årets nettoresultat	11.224	12.543	9 Medlemmernes formue	114.288	99.886
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	÷ 141.938	÷ 146.929	Skyldige omkostninger	9	75
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷ 141.938	÷ 146.929	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	707
Overført til formuen	153.161	159.472	I alt anden gæld	9	782
I alt disponeret	11.224	12.543	Passiver i alt	114.297	100.668

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷5,32	14,87	15,59	15,88	11,30
Benchmarkafkast (pct.)	÷4,50	14,79	17,49	18,39	9,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	9,02	10,36	11,97	13,87	15,44
Nettoresultat (t.DKK)	÷5.644	12.168	10.246	12.543	11.224
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,63	1,63	1,65	1,60	1,62
ÅOP	1,97	1,93	2,00	1,95	1,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,16	0,12	0,22	0,26	0,26
Medlemmernes formue (t.DKK)	89.214	70.536	71.715	99.886	114.288
Antal andele	9.895.550	6.811.000	5.990.936	7.200.865	7.402.365
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global Plus

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	4	2
I alt renteindtægter	4	2

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	4	0
I alt renteudgifter	4	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	46	39
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.369	2.655
I alt udbytter	2.416	2.694

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	1.305	586
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.548	10.536
Valutakonti	141	256
Øvrige aktiver/passiver	5	4
Handelsomkostninger	÷110	÷80
I alt kursgevinster og -tab	10.889	11.302

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷120	÷137
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	10	57
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷110	÷80

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	1	0
Øvrige omkostninger	1	0	9	2
Managementhonorar	1.698	0	1.199	0
Fast administrationshonorar	161	0	107	0
I alt opdelte adm.omk.	1.861	0	1.317	2
I alt adm.omkostninger		1.861		1.319

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	220	136
I alt skat	220	136

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

2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	2.415		2.696
Ikke refunderbar udbytteskat	÷220		÷136
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	61		÷21
Kursgevinst til udlodning	6.781		1.633
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster		÷4.046	÷24.824
Udlodning overført fra sidste år		÷146.929	÷126.279
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger		÷141.938	÷146.931
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.861		1.319
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		÷14	÷137
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷143.812		÷148.385
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år		÷1.875	÷1.456
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷141.938		÷146.929

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

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

Medlemmernes formue primo	7.200.865	99.886	5.990.936	71.715
Emissioner i året	271.500	4.274	1.814.000	23.081
Indløsninger i året	÷70.000	÷1.101	÷604.071	÷7.484
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		5		31
Overførsel af periodens resultat		153.161		159.472
Overført til udlodning næste år		÷141.938		÷146.929
I alt medlemmernes formue	7.402.365	114.288	7.200.865	99.886

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	97,8
I alt finansielle instrumenter	96,6	97,8
Øvrige aktiver og passiver	3,4	2,2
I alt	100,0	100,0

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

Global StockPicking

Investorerer 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.

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 11,51 pct., mens benchmark steg 9,00 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøg-

letal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 2,51 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens merafkast i 2015. Afdelingens begrænsede investeringer inden for energisektoren og betydelige investeringer inden for sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet. Modsat bidrog især vores investeringer inden for industrisektoren og forbrugsgoder negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United Healthcare Group, danske Novo Nordisk og den italienske dækproducent Pirelli, der bidrog positivt.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2000

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010264530

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	40,1%
Storbritannien	8,9%
Japan	7,3%
Danmark	7,2%
Schweiz	7,1%
Øvrige inkl. likvide	29,4%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,22
Standardafvigelse	10,87
Tracking error	3,93
Information Ratio	-0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	11,16
Active share	93,13

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global StockPicking

Modsat var afdelingens investeringer i Pearson, som producerer og sælger uddannelsesmaterialer, verdens største cementproducent LafargeHolcim samt japanske Omron, der fremstiller komponenter til automatisering af industriprodukter, negative bidragsydere til afdelingens merafkast i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

Global StockPicking

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:					Aktiver
1 Renteindtægter	43	27			Likvide midler:
2 Renteudgifter	313	0			Indestående i depotselskab
3 Udbytter	59.811	77.271	106.218	121.574	I alt likvide midler
I alt renter og udbytter	59.542	77.298	106.218	121.574	
4 Kursgevinster og -tab:					Kapitalandele:
Kapitalandele	385.634	321.718			Not. aktier fra DK selskaber
Valutakonti	13.094	7.678	66.414	68.422	Not. aktier fra udl. selskaber
Øvrige aktiver/passiver	103	99	2.229.240	2.692.246	I alt kapitalandele
5 Handelsomkostninger	÷1.410	÷1.969	2.295.655	2.760.668	
I alt kursgevinster og -tab	397.421	327.526			Andre aktiver:
I alt indtægter	456.963	404.824	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.257	1.375
6 Administrationsomkostninger	44.423	38.332	Andre tilgodehavender	14	192
Resultat før skat	412.540	366.492	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.023	1.208
7 Skat	5.305	3.924	Aktuelle skatteaktiver	4.637	4.380
Årets nettoresultat	407.235	362.568	I alt andre aktiver	6.931	7.154
Overskudsdisponering			Aktiver i alt	2.408.803	2.889.396
Foreslået udlodning	286.953	0			Passiver
Overført til udlodning næste år	1.032	÷242.893	9 Medlemmernes formue	2.408.609	2.867.105
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	287.985	÷242.893	Anden gæld:		
Overført til formuen	119.250	605.461	Skyldige omkostninger	194	2.199
I alt disponeret	407.235	362.568	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	20.091
			I alt anden gæld	194	22.291
			Passiver i alt	2.408.803	2.889.396

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷6,09	13,95	15,50	15,75	11,51
Benchmarkafkast (pct.)	÷4,50	14,79	17,49	18,39	9,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	61,65	70,25	78,69	91,08	101,56
Nettoresultat (t.DKK)	÷54.955	170.846	247.478	362.568	407.235
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	2,25	0,00	0,00	12,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,58	1,60	1,60	1,59
ÅOP	2,02	1,87	1,93	1,94	1,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,09	0,10	0,22	0,23	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.180.681	1.562.841	2.162.751	2.867.105	2.408.609
Antal andele	19.152.300	22.246.973	27.484.745	31.477.760	23.715.116
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global StockPicking

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	43	27
I alt renteindtægter	43	27

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	313	0
I alt renteudgifter	313	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	1.220	1.228
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	58.592	76.043
I alt udbytter	59.811	77.271

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	36.711	16.823
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	348.923	304.895
Valutakonti	13.094	7.678
Øvrige aktiver/passiver	103	99
Handelsomkostninger	÷1.410	÷1.969
I alt kursgevinster og -tab	397.421	327.526

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷3.339	÷3.237
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.929	1.268
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.410	÷1.969

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	49	0	22	0
Øvrige omkostninger	11	0	214	76
Managementhonorar	40.457	0	34.914	0
Fast administrationshonorar	3.906	0	3.106	0
I alt opdelt adm.omk.	44.423	0	38.256	76
I alt adm.omkostninger		44.423		38.332

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.305	3.924
I alt skat	5.305	3.924

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	59.542		77.298
Ikke refunderbar udbytteskat	÷5.305		÷3.924
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	69		÷429
Kursgevinst til udlodning	507.006		43.469
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	8.496		÷33.241
Udlodning overført fra sidste år	÷242.893		÷326.065
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	326.915		÷242.892
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	44.423		38.332
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	5.493		÷3.295
I alt til rådighed for udlodning, brutto	287.985		÷284.520
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0		÷41.627
I alt til rådighed for udlodning, netto	287.985		÷242.893

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	31.477.760	2.867.105	27.484.745	2.162.751
Emissioner i året	3.870.231	399.342	6.475.157	535.014
Indløsninger i året	÷11.632.875	÷1.267.282	÷2.482.142	÷194.077
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.209		850
Foreslået udlodning		286.953		0
Overførsel af periodens resultat		119.250		605.461
Overført til udlodning næste år		1.032		÷242.893
I alt medlemmernes formue	23.715.116	2.408.609	31.477.760	2.867.105

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.			
Børsnoterede finansielle instrumenter		95,3	96,3
I alt finansielle instrumenter		95,3	96,3
Øvrige aktiver og passiver		4,7	3,7
I alt		100,0	100,0

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

Global StockPicking 2

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 11,30 pct., mens benchmark steg 9,00 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøg-

letal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

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

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 2,30 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens merafkast i 2015. Afdelingens begrænsede investeringer inden for energisektoren og betydelige investeringer inden for sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet. Modsat bidrog især vores investeringer inden for industrisektoren og forbrugsgoder negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United Healthcare Group, danske Novo Nordisk og den italienske dækproducent Pirelli, der bidrog positivt.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1986
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010253095
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	40,4%
Storbritannien	9,0%
Japan	7,4%
Schweiz	7,1%
Danmark	6,3%
Øvrige inkl. likvide	29,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,20
Standardafvigelse	11,03
Tracking error	3,88
Information Ratio	-0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	11,16
Active share	93,12

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global StockPicking 2

Modsat var afdelingens investeringer i Pearson, som producerer og sælger uddannelsesmaterialer, verdens største cementproducent LafargeHolcim samt japanske Omron, der fremstiller komponenter til automatisering af industriprodukter, negative bidragsydere til afdelingens merafkast i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

Global StockPicking 2

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	17	17	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	14	0	Indestående i depotselskab	30.060	24.600
3 Udbytter	19.082	25.255	I alt likvide midler	30.060	24.600
I alt renter og udbytter	19.085	25.272	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	23.668	19.787
Kapitalandele	89.560	102.396	Not. aktier fra udl. selskaber	792.925	777.689
Valutakonti	1.988	2.939	I alt kapitalandele	816.593	797.476
Øvrige aktiver/passiver	74	40	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷776	÷702	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	456	408
I alt kursgevinster og -tab	90.846	104.673	Andre tilgodehavender	0	129
I alt indtægter	109.932	129.945	Aktuelle skatteaktiver	2.005	2.620
6 Administrationsomkostninger	14.210	12.465	I alt andre aktiver	2.461	3.157
Resultat før skat	95.722	117.480	Aktiver i alt	849.114	825.232
7 Skat	1.377	1.402	Passiver		
Årets nettoresultat	94.345	116.078	9 Medlemmernes formue	849.021	818.785
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	÷17.114	÷130.280	Skyldige omkostninger	68	617
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷17.114	÷130.280	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	5.807
Overført til formuen	111.459	246.358	Ikke hævet udl. fra tidl. år	24	24
I alt disponeret	94.345	116.078	I alt anden gæld	92	6.447
			Passiver i alt	849.114	825.232

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷6,34	14,13	15,55	15,97	11,30
Benchmarkafkast (pct.)	÷4,50	14,79	17,49	18,39	9,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	91,93	103,37	117,27	135,99	151,36
Nettoresultat (t.DKK)	÷59.808	112.224	119.346	116.078	94.345
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	2,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,66	1,60	1,62	1,60	1,60
ÅOP	2,01	1,91	1,97	1,94	1,76
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,14	0,25	0,26	0,27
Medlemmernes formue (t.DKK)	820.975	827.432	798.600	818.785	849.021
Antal andele	8.930.155	8.004.897	6.810.151	6.020.795	5.609.289
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global StockPicking 2

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	17	17
I alt renteindtægter	17	17

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	14	0
I alt renteudgifter	14	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	376	443
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.706	24.812
I alt udbytter	19.082	25.255

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	10.559	6.248
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	79.001	96.148
Valutakonti	1.988	2.939
Øvrige aktiver/passiver	74	40
Handelsomkostninger	÷776	÷702
I alt kursgevinster og -tab	90.846	104.673

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷882	÷869
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	106	166
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷776	÷702

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	38	0	3	0
Øvrige omkostninger	6	0	80	27
Managementhonorar	12.918	0	11.354	0
Fast administrationshonorar	1.247	0	1.000	0
I alt opdelt adm.omk.	14.210	0	12.437	27
I alt adm.omkostninger		14.210		12.465

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.377	1.402
I alt skat	1.377	1.402

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter		19.085		25.272
Ikke refunderbar udbytteskat		÷1.377		÷1.402
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.		596		63
Kursgevinst til udlodning		89.622		33.450
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster		5.240		21.008
Udlodning overført fra sidste år		÷130.280		÷208.671
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger		÷17.114		÷130.280
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		14.210		12.465
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		461		455
I alt til rådighed for udlodning, brutto		÷30.863		÷142.290
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år		÷13.749		÷12.010
I alt til rådighed for udlodning, netto		÷17.114		÷130.280

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	6.020.795	818.785	6.810.151	798.600
Emissioner i året	2.500	396	15.535	2.076
Indløsninger i året	÷414.006	÷64.558	÷804.891	÷98.055
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		54		87
Overførsel af periodens resultat		111.459		246.358
Overført til udlodning næste år		÷17.114		÷130.280
I alt medlemmernes formue	5.609.289	849.021	6.020.795	818.785

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,2	97,4
I alt finansielle instrumenter	96,2	97,4
Øvrige aktiver og passiver	3,8	2,6
I alt	100,0	100,0

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

Global StockPicking – Akkumulerende KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global StockPicking, klasse NOK
- Global StockPicking, osuuslaji EUR
- Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

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

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

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

Global StockPicking – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	59	71	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	176	1	Indestående i depotselskab	105.588	124.559
3 Udbytter	71.811	100.376	I alt likvide midler	105.588	124.559
I alt renter og udbytter	71.694	100.446	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	87.889	79.551
Kapitalandele	381.346	407.520	Not. aktier fra udl. selskaber	2.944.494	3.129.861
Valutakonti	4.716	11.853	I alt kapitalandele	3.032.383	3.209.412
Øvrige aktiver/passiver	221	121	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷2.124	÷2.186	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.705	1.620
I alt kursgevinster og -tab	384.160	417.308	Andre tilgodehavender	0	152
I alt indtægter	455.854	517.754	Mellemvær. vedr. handelsafv.	509	0
6 Administrationsomkostninger	53.801	49.624	Aktuelle skatteaktiver	6.713	8.142
Resultat før skat	402.052	468.130	I alt andre aktiver	8.927	9.914
7 Skat	7.190	5.864	Aktiver i alt	3.146.898	3.343.885
Årets nettoresultat	394.863	462.266	Passiver		
Overskudsdisponering			8 Medlemmernes formue	3.146.638	3.317.861
Overført til formuen	394.863	462.266	Anden gæld:		
I alt disponeret	394.863	462.266	Skyldige omkostninger	259	2.522
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	23.501
			I alt anden gæld	259	26.023
			Passiver i alt	3.146.898	3.343.885

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)	÷150.117	331.281	429.530	462.266	394.863
Omsætningshastighed (antal gange)	0,18	0,10	0,18	0,19	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.158.823	3.063.704	3.091.835	3.317.861	3.146.638

Global StockPicking – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	59	71
I alt renteindtægter	59	71

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	176	1
I alt renteudgifter	176	1

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	1.421	1.750
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	70.390	98.626
I alt udbytter	71.811	100.376

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	41.093	24.021
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	340.253	383.499
Valutakonti	4.716	11.853
Øvrige aktiver/passiver	221	121
Handelsomkostninger	÷2.124	÷2.186
I alt kursgevinster og -tab	384.160	417.308

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷3.482	÷3.489
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.358	1.303
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2.124	÷2.186

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	37	0	15	0
Øvrige omkostninger	7	0	298	106
Managementhonorar	48.908	0	45.163	0
Fast administrationshonorar	4.849	0	4.041	0
I alt opdeltede adm.omk.	53.801	0	49.518	106
I alt adm.omkostninger		53.801		49.624

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

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	7.190	5.864
I alt skat	7.190	5.864

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015	2014
	Antal andele	Formueværdi
		i 1.000 DKK

	Antal andele	Formueværdi	Antal andele	Formueværdi
		i 1.000 DKK		i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		3.317.861		3.091.835
Emissioner i året		194.442		261.212
Indløsninger i året		÷761.617		÷498.127
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.090		676
Overførsel af periodens resultat		394.863		462.266
I alt medlemmernes formue		3.146.638		3.317.861

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	96,7
I alt finansielle instrumenter	96,4	96,7
Øvrige aktiver og passiver	3,6	3,3
I alt	100,0	100,0

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

Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 18,03 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 15,27 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet - opdateret

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

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2015 var 2,76 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til andelsklassens merafkast i 2015. Andelsklassens begrænsede investeringer inden for energisektoren og betydelige investeringer inden for sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet. Modsat bidrog især vores investeringer inden for industrisektoren og forbrugsgoder negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt. Det var især andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United Healthcare Group, danske Novo Nordisk og den italienske dækproducent Pirelli, der bidrog positivt.

Modsat var andelsklassens investeringer i Pearson, som producerer og sælger uddannelsesmaterialer, verdens største cementproducent LafargeHolcim samt japanske Omron, der

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World Net Total Return measured in NOK
Fondskode: DK0060564235
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	40,5%
Storbritannien	9,0%
Japan	7,4%
Schweiz	7,1%
Danmark	6,2%
Øvrige inkl. likvide	29,8%

Nøgletal

Active share	93,13
--------------	-------

Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

fremstiller komponenter til automatisering af industriprodukter; negative bidragsydere til andelsklassens merafkast i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	21,15	18,03
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	23,97	15,27
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	121,15	142,98
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	4,275	6,672
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,69	1,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	64.235	96.628
Antal andele	-	-	-	646.015	870.739
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	13.6.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	8.034	4.707
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.361	432
Klassens resultat	6.672	4.275
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	64.235	0
Emissioner i året	45.561	63.970
Indløsninger i året	÷ 19.943	÷ 4.056
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	103	46
Overførsel af periodens resultat	6.672	4.275
Medlemmernes formue ultimo	96.628	64.235
Antal andele		
Andele primo året	646.015	0
Emissioner i året	400.966	690.529
Indløsninger i året	÷ 176.242	÷ 44.514
Andele ultimo året	870.739	646.015

Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 11,02 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 8,76 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

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

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2015 var 2,26 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til andelsklassens merafkast i 2015. Andelsklassens begrænsede investeringer inden for energisektoren og betydelige investeringer inden for sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet. Modsat bidrog især vores investeringer inden for industrisektoren og forbrugsgoder negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt. Det var især andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikrings-selskab United Healthcare Group, danske Novo Nordisk og den italienske dækproducent Pirelli, der bidrog 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
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	40,5%
Storbritannien	9,0%
Japan	7,4%
Schweiz	7,1%
Danmark	6,2%
Øvrige inkl. likvide	29,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,19
Standardafvigelse	10,92
Tracking error	3,95
Information Ratio	-0,20
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	11,15
Active share	93,13

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Modsat var andelsklassens investeringer i Pearson, som producerer og sælger uddannelsesmaterialer, verdens største cementproducent LafargeHolcim samt japanske Omron, der fremstiller komponenter til automatisering af industriprodukter, negative bidragsydere til andelsklassens merafkast i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)*	-	÷1,67	15,07	15,92	11,02
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	÷0,44	17,49	18,61	8,76
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	9,83	11,31	13,12	14,56
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷354	3.698	4.808	3.856
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,68	1,70	1,69	1,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	22.217	29.318	36.825	46.409
Antal andele	-	302.849	347.345	377.066	427.104
Stykstørrelse i EUR	-	10	10	10	10

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.633	5.345
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	777	537
Klassens resultat	3.856	4.808
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	36.825	29.318
Emissioner i året	11.383	4.502
Indløsninger i året	÷5.681	÷1.812
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	27	8
Overførsel af periodens resultat	3.856	4.808
Medlemmernes formue ultimo	46.409	36.825
Antal andele		
Andele primo året	377.066	347.345
Emissioner i året	102.280	49.325
Indløsninger i året	÷52.242	÷19.604
Andele ultimo året	427.104	377.066

Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 11,32 pct., mens benchmark steg 9,00 pct. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet - opdateret

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

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2015 var 2,32 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til andelsklassens merafkast i 2015. Andelsklassens begrænsede investeringer inden for energisektoren og betydelige investeringer inden for sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet. Modsat bidrog især vores investeringer inden for industrisektoren og forbrugsgoder negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt. Det var især andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringssselskab United Healthcare Group, danske Novo Nordisk og den italienske dækproducent Pirelli, der bidrog positivt.

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2002
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016208788
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	40,5%
Storbritannien	9,0%
Japan	7,4%
Schweiz	7,1%
Danmark	6,2%
Øvrige inkl. likvide	29,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,20
Standardafvigelse	10,95
Tracking error	3,94
Information Ratio	-0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	11,16
Active share	93,13

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Modsat var andelsklassens investeringer i Pearson, som producerer og sælger uddannelsesmaterialer, verdens største cementproducent LafargeHolcim samt japanske Omron, der fremstiller komponenter til automatisering af industriprodukter, negative bidragsydere til andelsklassens merafkast i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷6,27	13,91	15,29	15,82	11,32
Benchmarkafkast (pct.)	÷4,50	14,79	17,49	18,39	9,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,68	115,82	133,52	154,65	172,15
Nettoreultat (t.DKK)	÷150.117	331.635	425.833	453.183	384.335
Administrationsomkostninger (pct.)	1,63	1,58	1,60	1,60	1,59
ÅOP	1,94	1,87	1,91	1,92	1,73
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.158.823	3.041.487	3.062.517	3.216.802	3.003.601
Antal andele	21.232.361	26.261.037	22.936.327	20.800.786	17.447.536
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	435.961	501.564
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	51.626	48.381
Klassens resultat	384.335	453.183
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	3.216.802	3.062.517
Emissioner i året	137.499	192.740
Indløsninger i året	÷735.994	÷492.259
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	959	621
Overførsel af periodens resultat	384.335	453.183
Medlemmernes formue ultimo	3.003.601	3.216.802
Antal andele		
Andele primo året	20.800.786	22.936.327
Emissioner i året	803.365	1.378.577
Indløsninger i året	÷4.156.615	÷3.514.118
Andele ultimo året	17.447.536	20.800.786

Globale High Yield-Obligationer

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner.

Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et negativt afkast på 6,94 pct. i 2015, mens benchmark faldt 4,33 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen har ikke indfriet vores forventning om et lavt,

men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Pengepolitikken var kilde til usikkerhed, efter at centralbanker i USA og Europa nu fører pengepolitik med modsatrettede fortegn, efter at den amerikanske centralbank, Fed, i december 2015 valgte at stramme pengepolitikken for første gang i næsten 10 år, mens ECB fortsat lemper. Derudover var udtalelser fra den amerikanske centralbankchef Janet Yellen om værdiansættelserne på high yield-markedet med til at lægge låg på afkastet. I foråret opstod der også fornyet uro omkring Grækenlands likviditet, da landets problemer med at afdrage på sin gæld igen trak avisoverskrifter, ligesom tidligere gevinster i energisektoren blev tabt igen, efterhånden som olieprisen begyndte at falde. I forsommeren spredte bekymringerne om potentielle misligholdelser inden for energisektoren sig til metal og minedrift, som er den sektor, der er mest følsom over for de lave råvarepriser. Efterhånden som flere og flere sektorer blev ramt, udviklede bekymringen om sektorspecifikke misligholdelser sig til usikkerhed om, hvorvidt high yield-markedet var på vej ind i en general periode med misligholdelser. Fed viste også tilbageholdenhed med hensyn til den globale økonomiske vækst ved ikke at forhøje renten i september og fremhæve denne risiko i sin udtalelse, hvilket blev fortolket af investorerne som endnu en grund til at holde sig ude af risikoaktiver. Investorerne blev ved med at sælge ud af high yield-obligationer af lavere kvalitet i forventning om, at kreditkvaliteten ville fortsætte med at falde.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,61 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Kreditspændene blev udvidet i 2015, da papirer af lavere kvalitet og råvarerelaterede selskaber klarede sig dårligt. Det påvirkede afdelingens afkast, da vores papirvalg i disse sektorer trak mest ned i afkastet.

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	5,9%
1-3 år	24,1%
3-5 år	35,7%
5-10 år	30,4%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,10
Standardafvigelse	5,63
Tracking error	1,11
Information Ratio	-1,77
Sharpe Ratio (benchm.)	0,28
Standardafvigelse (benchm.)	5,04

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Globale High Yield-Obligationer

Ratingmæssigt trak undervægten af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer ned i afdelingens afkast. Geografisk trak afdelingens overvægt af Asien lidt ned i afkastet, mens papirvalget i Asien bidrog positivt til afdelingens afkast. Afdelingen tabte lidt på undervægten af Europa, mens vores papirvalg inden for samme region trak endnu mere ned i afkastet. Det største negative bidrag til det relative afkast kom fra papirvalget i USA og mere specifikt inden for energi og basisindustri. Sektormæssigt trak energi og ikke-cyklisk forbrug mest ned i afdelingens relative afkast, mens papirvalget inden for basisindustri og kapitalgoder var de største negative bidragsydere til afdelingens relative afkast.

På udstederniveau bidrog afdelingens undervægt af selskaberne LINN Energy og California Resources Corporation positivt til afkastet, og det samme gjaldt for afdelingens salg af en stor del af Chesapeake Energy og undervægten af ArcelorMittal. Der var også et positivt bidrag fra investeringerne i LuxGEO og INEOS. På den negative side var afkastet påvirket af dårlige afkast i en række energiselskaber, herunder Peabody Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at markedet for high yield-obligationer står over for tre store risikofaktorer i 2016. For det første forventer vi, at råvarepriserne skal falde yderligere, hvis den økonomiske opbremsning, som Kina oplevede i 2015, forværres i 2016. Da afmatning i Kina ofte har afsmitende effekt på de nye markeder, som eksporterer råvarer til Kina, kan denne udvikling potentielt føre til markant lavere global økonomisk vækst. Afdelingen er positioneret med en undervægt inden for basisindustri og særligt metal og minedrift, og den har samtidig positioneret sig mere i foranstillede dele af disse selskabers kapitalstruktur for at reducere denne risiko. Hvis råvarerne som f.eks. stål og kul klarer sig godt i 2016, vil det give et negativt bidrag til afdelingen.

Den anden store risikofaktor er, hvis inflationen i USA kommer op over 2 pct., hvilket vil tvinge Fed til at hæve den korte rente hurtigere, end obligationsmarkedet i øjeblikket forventer. Der er visse tegn på, at det amerikanske arbejdsmarked har begrænset overskydende kapacitet, og at lønningerne derfor kan stige. Der er også andre komponenter i inflationen i USA som f.eks. sundhedsomkostningerne, som står til at stige. Fed indregner i sin renteprognose en rentestigning på 1,00 procentpoint i den korte rente i 2016. Markedet forventer dog kun en rentestigning på ca. 0,5 procentpoint, så hvis renten stiger mere, vil det komme som en negativ overraskelse. Såfremt det sker, forventer vi et mere markant frasalg af high yield-obligationer. Da dette scenarie er midlertidigt, og da vi forventer fortsat stor efterspørgsel efter high yield-papirer med positive samlede afkast i 2016, har vi positioneret afdelingen med en

risiko, der er højere end benchmark. Såfremt renten stiger hurtigere end ventet, forventer vi også, at obligationer med længere løbetid, som er mere rentefølsomme, vil klare sig dårligere. Afdelingen har aktuelt en løbetid, som er højere end dets benchmark.

Den tredje store risikofaktor er, at merrenten mellem relative likvide og illikvide high yield-papirer fortsat udvides. Vi mener, at denne merrente for investering i illikvide obligationer er for høj. Afdelingen har i øjeblikket en højere løbende rente end benchmark og har eksponering mod selskaber med lav kreditvurdering, som vi vurderer vil klare sig igennem konjunkturføløbet. Vi forventer derfor, at afdelingen opnår et positivt afkast via såvel kursstigninger som renteaftast. Såfremt det ikke sker, og vi oplever en langsommere bedring i risikovilligheden eller en periode med mere omfattende misligholdelser, hvor investorerne foretrækker BB-papirer, vil det trække ned i afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi forventer fortsat vækst i amerikansk og europæisk økonomi i 2016. Vi vurderer, at Fed fortsat vil hæve den korte rente, men i et roligt tempo med afmålte renteforhøjelser, som er tilpasset en økonomi med ujævn vækst, for selvom servicesektoren klarer sig pænt i USA, så går det trægt med fremstillingssektoren på grund af den stærke USD og den nedsatte aktivitet i olieletterne. I Europa forventer vi lav, men pæn, økonomisk vækst drevet af stigende eksport som følge af en svækkelse af EUR over for USD og bedre adgang til kredit som følge af de forskellige tiltag fra ECB. Det er fortsat muligt, at ECB kommer med yderligere kvantitative pengepolitiske lempelser for at bekæmpe den lave inflation, og vi forventer, at pengepolitikken vil forblive ganske lempelig på globalt plan – selv med renteforhøjelserne i USA. Således forventer vi fortsat negative korte realrenter i de store økonomier.

Vi forventer, at misligholdelsesraten for high yield-obligationer vil stige fra de meget lave aktuelle niveauer. Vi forventer dog ikke, at misligholdelsesraten stiger til samme niveau som i tidligere perioder med misligholdelser som f.eks. under den globale finanskrisen. Vi forventer fortsat store udsving i kurser på enkeltpapirer i 2016 primært på grund af ovennævnte lavere likviditet.

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

Globale High Yield-Obligationer

Resultatopgørelse			Balance				
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014		
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK		
Renter og udbytter:			Aktiver				
1	Renteindtægter	640.142	583.929				
2	Renteudgifter	2.992	3				
	I alt renter og udbytter	637.150	583.926				
3 Kursgevinster og -tab:			Likvide midler:				
	Obligationer	÷673.292	368.033	Indestående i depotselskab	178.021	596.644	
	Kapitalandele	219	0	I alt likvide midler	178.021	596.644	
	Afledte finansielle instr.	÷708.072	÷856.427	Obligationer:			
	Valutakonti	9.202	42.593	Not. obl. fra udl. udstedere	6.930.059	6.520.524	
	Øvrige aktiver/passiver	50	0	Unoterede obligationer	35.252	56.106	
4	Handelsomkostninger	÷55	÷201	I alt obligationer	6.965.311	6.576.630	
	I alt kursgevinster og -tab	÷1.371.948	÷446.002	Afl. finansielle instr.:			
	I alt indtægter	÷734.798	137.925	Unot. afl. finansielle instr.	106.202	10.156	
				I alt afledte finansielle instr.	106.202	10.156	
5	Administrationsomkostninger	115.060	100.614	Andre aktiver:			
	Resultat før skat	÷849.859	37.310	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	140.463	126.682	
				Mellemvær. vedr. handelsafv.	6.548	1.067	
6	Skat	5	0	I alt andre aktiver	147.011	127.749	
	Årets nettoresultat	÷849.863	37.310	Aktiver i alt			
					7.396.545	7.311.179	
Overskudsdisponering			Passiver				
	Overført til udlodning næste år	÷207.714	÷113.148	8	Medlemmernes formue	7.393.634	7.101.112
7	Disponeret i alt vedr. udlodning	÷207.714	÷113.148	Afledte finansielle instrumenter:			
	Overført til formuen	÷642.149	150.458	Unot. afl. finansielle instr.	2.336	206.101	
	I alt disponeret	÷849.863	37.310	I alt afledte finansielle instr.	2.336	206.101	
				Anden gæld:			
				Skyldige omkostninger	540	3.966	
				Mellemvær. vedr. handelsafv.	35	0	
				I alt anden gæld	576	3.966	
				Passiver i alt			
					7.396.545	7.311.179	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	2,92	15,65	6,14	÷0,16	÷6,94
Benchmarkafkast (pct.)	3,87	15,27	6,95	2,22	÷4,33
Indre værdi (DKK pr. andel)	9.854,46	107,14	100,84	92,99	86,54
Nettoresultat (t.DKK)	115.550	1.146.023	571.942	37.310	÷849.863
Udbytte (DKK pr. andel)	6,25	12,50	7,90	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,29	1,17	1,20	1,19	1,22
ÅOP	1,78	1,54	1,53	1,53	1,46
Omsætningshastighed (antal gange)	0,12	0,31	0,50	0,46	0,46
Medlemmernes formue (t.DKK)	7.196.739	9.536.356	8.955.882	7.101.112	7.393.634
Antal andele	730.303	89.007.414	88.811.374	76.364.788	85.437.794
Stykstørrelse i DKK	10.000	100	100	100	100

Globale High Yield-Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	31	10
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	631.404	582.257
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	2.096	0
Unoterede obligationer	6.055	1.298
Andre renteindtægter	556	365
I alt renteindtægter	640.142	583.929

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	2.992	3
I alt renteudgifter	2.992	3

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+653.551	366.850
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	287	0
Unoterede obligationer	+20.028	1.183
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	219	0
Terminsforsretninger/futures m.m.	+708.072	+856.427
Valutakonti	9.202	42.593
Øvrige aktiver/passiver	50	0
Handelsomkostninger	+55	+201
I alt kursgevinster og -tab	+1.371.948	+446.002

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+101	+288
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	46	87
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+55	+201

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	861	305
Managementhonorar	101.885	0	88.725	0
Fast administrationshonorar	13.176	0	10.723	0
I alt opdeltede adm.omk.	115.060	0	100.310	305
I alt adm.omkostninger		115.060		100.614

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

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5	0
I alt skat	5	0

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	637.150	583.926	
Ikke refunderbar udbytteskat	+5	0	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	2.992	0	
Kursgevinst til udlodning	+532.478	+686.437	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	+202.225	+15.926	
Udlodning overført fra sidste år	+113.148	5.289	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+207.714	+113.148	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	115.060	100.614	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	18.420	10.621	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+304.355	+203.142	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+96.641	+89.993	
I alt til rådighed for udlodning, netto	+207.714	+113.148	

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	76.364.788	7.101.112	88.811.374	8.955.882
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		+701.610
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		16.898
Emissioner i året	44.451.267	4.204.384	11.999.371	1.154.827
Indløsninger i året	+35.378.261	+3.102.201	+24.445.957	+2.376.603
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		40.202		14.408
Overførsel af periodens resultat		+642.149		150.458
Overført til udlodning næste år		+207.714		+113.148
I alt medlemmernes formue	85.437.794	7.393.634	76.364.788	7.101.112

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.			
Børsnoterede finansielle instrumenter		66,0	67,5
§144a - Nyemitterede		27,7	24,3
Øvrige finansielle instrumenter		1,9	+2,0
I alt finansielle instrumenter		95,6	89,9
Øvrige aktiver og passiver		4,4	10,1
I alt		100,0	100,0

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

Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer. 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

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

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

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

Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	142.367	190.150	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	7	0	Indestående i depotselskab	51.752	131.458
I alt renter og udbytter	142.360	190.150	I alt likvide midler	51.752	131.458
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷124.329	110.003	Not. obl. fra udl. udstedere	1.957.523	1.560.098
Kapitalandele	56	0	Unoterede obligationer	8.934	15.589
Afledte finansielle instr.	÷244.393	÷268.129	I alt obligationer	1.966.457	1.575.687
Valutakonti	75.393	÷12.687	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	3	÷3	Unot. afl. finansielle instr.	15.892	10.853
4 Handelsomkostninger	÷347	÷354	I alt afledte finansielle instr.	15.892	10.853
I alt kursgevinster og -tab	÷293.616	÷171.170	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷151.256	18.980	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	38.005	31.883
5 Administrationsomkostninger	25.446	33.307	Mellemvær. vedr. handelsafv.	136	0
Resultat før skat	÷176.703	÷14.327	I alt andre aktiver	38.141	31.883
Skat	0	0	Aktiver i alt	2.072.242	1.749.882
Årets nettoresultat	÷176.703	÷14.327	Passiver		
Overskudsdisponering			6 Medlemmernes formue	2.052.669	1.677.226
Overført til formuen	÷176.703	÷14.327	Afledte finansielle instrumenter:		
I alt disponeret	÷176.703	÷14.327	Unot. afl. finansielle instr.	19.420	68.053
			I alt afledte finansielle instr.	19.420	68.053
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	153	866
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	3.736
			I alt anden gæld	153	4.602
			Passiver i alt	2.072.242	1.749.882

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	17.373	172.723	172.407	÷14.327	÷176.703
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,13	0,31	0,41	0,42	0,47
Medlemmernes formue (t.DKK)	733.267	2.789.109	3.135.649	1.677.226	2.052.669

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	10	21
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	140.244	189.113
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	482	0
Unoterede obligationer	1.288	336
Andre renteindtægter	343	679
I alt renteindtægter	142.367	190.150

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	7	0
I alt renteudgifter	7	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 120.996	109.585
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	184	0
Unoterede obligationer	÷ 3.517	418
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	56	0
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 244.393	÷ 268.129
Valutakonti	75.393	÷ 12.687
Øvrige aktiver/passiver	3	÷ 3
Handelsomkostninger	÷ 347	÷ 354
I alt kursgevinster og -tab	÷ 293.616	÷ 171.170

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 605	÷ 771
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	258	416
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 347	÷ 354

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	23	0	321	108
Managementhonorar	22.064	0	29.061	0
Fast administrationshonorar	3.359	0	3.816	0
I alt opdelte adm.omk.	25.446	0	33.199	108
I alt adm.omkostninger		25.446		33.307

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

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		1.677.226		3.135.649
Emissioner i året		956.807		639.870
Indløsninger i året		÷ 413.567		÷ 2.098.936
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		8.905		14.970
Overførsel af periodens resultat		÷ 176.703		÷ 14.327
I alt medlemmernes formue		2.052.669		1.677.226

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015		2014	
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter		69,3		67,1
§ 144a - Nyemitterede		26,1		25,9
Øvrige finansielle instrumenter		0,3		÷ 2,5
I alt finansielle instrumenter		95,6		90,5
Øvrige aktiver og passiver		4,4		9,5
I alt		100,0		100,0

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

Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 6,59 pct. i 2015 målt i EUR, mens benchmark faldt 4,02 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Pengepolitikken var kilde til usikkerhed, efter at centralbanker i USA og Europa nu fører pengepolitik med modsatrettede fortegn, efter at den amerikanske centralbank, Fed, i decem-

ber 2015 valgte at stramme pengepolitikken for første gang i næsten 10 år, mens ECB fortsat lempede. Derudover var udtalelser fra den amerikanske centralbankchef Janet Yellen om værdiansættelserne på high yield-markedet med til at lægge låg på afkastet. I foråret opstod der også fornyet uro omkring Grækenlands likviditet, da landets problemer med at afdrage på sin gæld igen trak avisoverskrifter, ligesom tidligere gevinster i energisektoren blev tabt igen, efterhånden som olieprisen igen begyndte at falde. I forsommeren spredte bekymringerne om potentielle misligholdelser inden for energisektoren sig til metal og minedrift, som er den sektor, der er mest følsom over for de lave råvarepriser. Efterhånden som flere og flere sektorer blev ramt, udviklede bekymringen om sektorspecifikke misligholdelser sig til usikkerhed om, hvorvidt high yield-markedet var på vej ind i en general periode med misligholdelser. Fed viste også tilbageholdenhed med hensyn til den globale økonomiske vækst ved ikke at forhøje renten i september og fremhæve denne risiko i sin udtalelse, hvilket blev fortolket af investorerne som endnu en grund til at holde sig ude af risikoaktiver. Investorerne blev ved med at sælge ude af high yield-obligationer af lavere kvalitet i forventning om, at kreditkvaliteten ville fortsætte med at falde.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 2,57 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Kreditspændene blev udvidet i 2015, da papirer af lavere kvalitet og råvarerelaterede selskaber klarede sig dårligt. Det påvirkede andelsklassens afkast, da vores papirvalg i disse sektorer trak mest ned i afkastet.

Ratingmæssigt trak undervægten af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer ned i andelsklassens afkast. Geografisk trak andelsklassens overvægt af Asien lidt ned i afkastet, mens papirvalget i Asien bidrog positivt til andelsklassens afkast. Andelsklassen tabte lidt på undervægten af Europa, mens vores papirvalg inden for samme region trak endnu mere ned i afkastet. Det største negative bidrag til det relative afkast kom fra papirvalget i USA og mere specifikt inden for energi og basisindustri. Sektormæssigt trak energi og ikke-cyklisk forbrug mest ned i andelsklassens relative afkast, mens papirvalget inden for basisindustri og kapitalgoder var de største negative bidragsydere til andelsklassens relative afkast.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator [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	5,6%
1-3 år	22,8%
3-5 år	36,2%
5-10 år	33,4%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,08
Standardafvigelse	5,73
Tracking error	1,26
Information Ratio	-1,72
Sharpe Ratio (benchm.)	0,34
Standardafvigelse (benchm.)	5,06

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

På udstederniveau bidrog andelsklassens undervægt af selskaberne LINN Energy og California Resources Corporation positivt til afkastet, og det samme gjaldt for andelsklassens salg af en stor del af Chesapeake Energy og undervægten af ArcelorMittal. Der var også et positivt bidrag fra investeringerne i LuxGEO og INEOS. På den negative side var afkastet påvirket af dårlige afkast i en række energiselskaber, herunder Peabody Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at markedet for high yield-obligationer står over for tre store risikofaktorer i 2016. For det første forventer vi, at råvarepriserne skal falde yderligere, hvis den økonomiske opbremsning, som Kina oplevede i 2015, forværres i 2016. Da afmatning i Kina ofte har afsmittende effekt på de nye markeder, som eksporterer råvarer til Kina, kan denne udvikling potentielt føre til markant lavere global økonomisk vækst. Andelsklassen er positioneret med en undervægt inden for basisindustri, og særligt metal og minedrift, og den har samtidig positioneret sig mere i foranstillede dele af disse selskabers kapitalstruktur for at reducere denne risiko. Hvis råvarerne som f.eks. stål og kul klarer sig godt i 2016, vil det give et negativt bidrag til andelsklassen.

Den anden store risikofaktor er, hvis inflationen i USA kommer op over 2 pct., hvilket vil tvinge Fed til at hæve den korte rente hurtigere, end obligationsmarkedet i øjeblikket forventer. Der er visse tegn på, at det amerikanske arbejdsmarked har begrænset overskydende kapacitet, og at lønningerne derfor kan stige. Der er også andre komponenter i inflationen i USA som f.eks. sundhedsomkostningerne, som står til at stige. Fed indregner i sin renteprognose en rentestigning på 1,00 procentpoint i den korte rente i 2016. Markedet forventer dog kun en rentestigning på ca. 0,5 procentpoint, så hvis renten stiger mere, vil det komme som en negativ overraskelse. Såfremt det sker, forventer vi et mere markant frasalgt af high yield-obligationer. Da dette scenarie er midlertidigt, og da vi forventer fortsat stor efterspørgsel efter high yield-papirer med positive samlede afkast i 2016, har vi positioneret andelsklassen med en risiko, der er højere end benchmark. Såfremt renten stiger hurtigere end ventet, forventer vi også, at obligationer med længere løbetid, som er mere rentefølsomme, vil klare sig dårligere. Andelsklassen har aktuelt en løbetid, som er højere end dets benchmark.

Den tredje store risikofaktor er, at merrenten mellem relative likvide og illikvide high yield-papirer fortsat udvides. Vi mener, at denne merrente for investering i illikvide obligationer er for høj. Andelsklassen har i øjeblikket en højere løbende rente end benchmark og har eksponering mod selskaber med lav kreditvurdering, som vi vurderer vil klare sig igennem konjunkturforløbet. Vi forventer derfor, at andelsklassen opnår et positivt afkast via såvel kursstigninger som renteaftak. Såfremt det ikke sker, og vi oplever en langsommere bedring i risikovilligheden eller en periode med mere omfattende misligholdelser, hvor investorerne foretrækker BB-papirer, vil det trække ned i andelsklassens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi forventer fortsat vækst i amerikansk og europæisk økonomi i 2016. Vi vurderer, at Fed fortsat vil hæve den korte rente, men i et roligt tempo med afmålte renteforhøjelser, som er tilpasset den økonomi med ujævn vækst, for selvom servicesektoren klarer sig pænt i USA, så går det trægt med fremstillingssektoren på grund af den stærke USD og den nedsatte aktivitet i oliefeltene. I Europa forventer vi lav, men pæn, økonomisk vækst drevet af stigende eksport som følge af en svækkelse af EUR over for USD og bedre adgang til kredit som følge af de forskellige tiltag fra ECB. Det er fortsat muligt, at ECB kommer med yderligere kvantitative pengepolitiske lempelser for at bekæmpe den lave inflation, og vi forventer, at pengepolitikken vil forblive ganske lempelig på globalt plan - selv med renteforhøjelserne i USA. Således forventer vi fortsat negative korte realrenter i de store økonomier.

Vi forventer, at misligholdelsesraten for high yield-obligationer vil stige fra de meget lave aktuelle niveauer. Vi forventer dog ikke, at misligholdelsesraten stiger til samme niveau som i tidligere perioder med misligholdelser som f.eks. under den globale finanskrise. Vi forventer fortsat store udsving i kurser på enkeltpapirer i 2016 primært på grund af ovennævnte lavere likviditet.

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)*	2,72	15,82	6,20	÷0,29	÷6,59
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	2,84	15,60	7,22	2,40	÷4,02
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,27	11,90	12,63	12,60	11,77
Nettoreultat (t.DKK)*	17.373	169.897	162.972	29.090	÷80.726
Administrationsomkostninger (pct.)	1,39	1,25	1,18	1,20	1,19
ÅOP	1,98	1,63	1,52	1,54	1,43
Medlemmernes formue (t.DKK)	733.267	2.574.979	2.555.764	1.186.023	997.563
Antal andele	9.604.992	29.011.647	27.118.882	12.646.090	11.359.322
Stykstørrelse i EUR	10	10	10	10	10

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷66.065	52.923
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	14.661	23.833
Klassens resultat	÷80.726	29.090
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.186.023	2.555.764
Emissioner i året	155.056	219.909
Indløsninger i året	÷265.363	÷1.629.028
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.572	10.289
Overførsel af periodens resultat	÷80.726	29.090
Medlemmernes formue ultimo	997.563	1.186.023
Antal andele		
Andele primo året	12.646.090	27.118.882
Emissioner i året	1.624.051	2.289.812
Indløsninger i året	÷2.910.819	÷16.762.604
Andele ultimo året	11.359.322	12.646.090

Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 6,57 pct. i 2015 målt i EUR, mens benchmark faldt 4,02 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Pengepolitikken var kilde til usikkerhed, efter at centralbanker i USA og Europa nu fører pengepolitik med modsatrettede fortegn, efter at den amerikanske centralbank, Fed, i december 2015 valgte at stramme pengepolitikken for første gang i næsten 10 år, mens ECB fortsat lemper. Derudover var udtalelser fra den amerikanske centralbankchef Janet Yellen om værdiansættelserne på high yield-markedet med til at lægge låg på afkastet. I foråret opstod der også fornyet uro omkring Grækenlands likviditet, da landets problemer med at afdrage på sin gæld igen trak avisoverskrifter, ligesom tidligere gevinster i energisektoren blev tabt igen, efterhånden som olieprisen igen begyndte at falde. I forsommeren spredte bekymringerne om potentielle misligholdelser inden for energisektoren sig til metal og minedrift, som er den sektor, der er mest følsom over for de lave råvarepriser. Efterhånden som flere og flere sektorer blev ramt, udviklede bekymringen om sektorspecifikke misligholdelser sig til usikkerhed om, hvorvidt high yield-markedet var på vej ind i en general periode med misligholdelser. Fed viste også tilbageholdenhed med hensyn til den globale økonomiske vækst ved ikke at forhøje renten i september og fremhæve denne risiko i sin udtalelse, hvilket blev fortolket af investorerne som endnu en grund til at holde sig ude af risikoaktiver. Investorerne blev ved med at sælge ud af high yield-obligationer af lavere kvalitet i forventning om, at kreditkvaliteten ville fortsætte med at falde.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassen afkast var 2,55 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Kreditspændene blev udvidet i 2015, da papirer af lavere kvalitet og råvarerelaterede selskaber klarede sig dårligt. Det påvirkede andelsklassens afkast, da vores papirvalg i disse sektorer trak mest ned i afkastet.

Ratingmæssigt trak undervægten af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer ned i andelsklassens afkast. Geografisk trak andelsklassens overvægt af Asien lidt ned

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	5,6%
1-3 år	22,8%
3-5 år	36,2%
5-10 år	33,4%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

i afkastet, mens papirvalget i Asien bidrog positivt til andelsklassens afkast. Andelsklassen tabte lidt på undervægten af Europa, mens vores papirvalg inden for samme region trak endnu mere ned i afkastet. Det største negative bidrag til det relative afkast kom fra papirvalget i USA og mere specifikt inden for energi og basisindustri. Sektormæssigt trak energi og ikke-cyklisk forbrug mest ned i andelsklassens relative afkast, mens papirvalget inden for basisindustri og kapitalgoder var de største negative bidragsydere til andelsklassens relative afkast.

På udstederniveau bidrog andelsklassens undervægt af selskaberne LINN Energy og California Resources Corporation positivt til afkastet, og det samme gjaldt for andelsklassens salg af en stor del af Chesapeake Energy og undervægten af ArcelorMittal. Der var også et positivt bidrag fra investeringerne i LuxGEO og INEOS. På den negative side var afkastet påvirket af dårlige afkast i en række energiselskaber, herunder Peabody Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at markedet for high yield-obligationer står over for tre store risikofaktorer i 2016. For det første forventer vi, at råvarepriserne skal falde yderligere, hvis den økonomiske opbremsning, som Kina oplevede i 2015, forværres i 2016. Da afmatning i Kina ofte har afsmittende effekt på de nye markeder, som eksporterer råvarer til Kina, kan denne udvikling potentielt føre til markant lavere global økonomisk vækst. Andelsklassen er positioneret med en undervægt inden for basisindustri, og særligt metal og minedrift, og den har samtidig positioneret sig mere i foranstillede dele af disse selskabers kapitalstruktur for at reducere denne risiko. Hvis råvarerne som f.eks. stål og kul klarer sig godt i 2016, vil det give et negativt bidrag til andelsklassen.

Den anden store risikofaktor er, hvis inflationen i USA kommer op over 2 pct., hvilket vil tvinge Fed til at hæve den korte rente hurtigere, end obligationsmarkedet i øjeblikket forventer. Der er visse tegn på, at det amerikanske arbejdsmarked har begrænset overskydende kapacitet, og at lønningerne derfor kan stige. Der er også andre komponenter i inflationen i USA som f.eks. sundhedsomkostningerne, som står til at stige. Fed indregner i sin renteprognose en rentestigning på 1,00 procentpoint i den korte rente i 2016. Markedet forventer dog kun en rentestigning på ca. 0,5 procentpoint, så hvis renten stiger mere, vil det komme som en negativ overraskelse. Såfremt det sker, forventer vi et mere markant frasal af high yield-obligationer. Da dette scenarie er midlertidigt, og da vi forventer fortsat stor efterspørgsel efter high yield-papirer med positive samlede afkast i 2016, har vi positioneret andelsklassen med en risiko, der er højere end benchmark. Såfremt renten stiger hurtigere end ventet, forventer vi også,

at obligationer med længere løbetid, som er mere rentefølsomme, vil klare sig dårligere. Andelsklassen har aktuelt en løbetid, som er højere end dets benchmark.

Den tredje store risikofaktor er, at merrenten mellem relative likvide og illikvide high yield-papirer fortsat udvides. Vi mener, at denne merrente for investering i illikvide obligationer er for høj. Andelsklassen har i øjeblikket en højere løbende rente end benchmark og har eksponering mod selskaber med lav kreditvurdering, som vi vurderer vil klare sig igennem konjunkturforløbet. Vi forventer derfor, at andelsklassen opnår et positivt afkast via såvel kursstigninger som renteafkast. Såfremt det ikke sker, og vi oplever en langsommere bedring i risikovilligheden eller en periode med mere omfattende misligholdelser, hvor investorerne foretrækker BB-papirer, vil det trække ned i andelsklassens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi forventer fortsat vækst i amerikansk og europæisk økonomi i 2016. Vi vurderer, at Fed fortsat vil hæve den korte rente, men i et roligt tempo med afmålte renteforhøjelser, som er tilpasset en økonomi med ujævn vækst, for selvom servicesektoren klarer sig pænt i USA, så går det trægt med fremstillingssektoren på grund af den stærke USD og den nedsatte aktivitet i olieletterne. I Europa forventer vi lav, men pæn, økonomisk vækst drevet af stigende eksport som følge af en svækkelse af EUR over for USD og bedre adgang til kredit som følge af de forskellige tiltag fra ECB. Det er fortsat muligt, at ECB kommer med yderligere kvantitative pengepolitiske lempelser for at bekæmpe den lave inflation, og vi forventer, at pengepolitikken vil forblive ganske lempelig på globalt plan - selv med renteforhøjelserne i USA. Således forventer vi fortsat negative korte realrenter i de store økonomier.

Vi forventer, at misligholdelsesraten for high yield-obligationer vil stige fra de meget lave aktuelle niveauer. Vi forventer dog ikke, at misligholdelsesraten stiger til samme niveau som i tidligere perioder med misligholdelser som f.eks. under den globale finanskrisen. Vi forventer fortsat store udsving i kurser på enkeltpapirer i 2016 primært på grund af ovennævnte lavere likviditet.

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

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
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷3,68	÷6,57
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷1,57	÷4,02
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	9,63	9,00
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1.321	÷2.610
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,19	1,19
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	32.277	37.314
Antal andele	-	-	-	450.000	555.562
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	10	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	22.5.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷2.191	÷1.074
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	419	248
Klassens resultat	÷2.610	÷1.321
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	32.277	0
Emissioner i året	7.598	35.795
Indløsninger i året	0	÷2.215
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	48	19
Overførsel af periodens resultat	÷2.610	÷1.321
Medlemmernes formue ultimo	37.314	32.277
Antal andele		
Andele primo året	450.000	0
Emissioner i året	105.562	479.499
Indløsninger i året	0	÷29.499
Andele ultimo året	555.562	450.000

Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 5,49 pct. i 2015 målt i NOK, mens benchmark faldt 2,84 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Pengepolitikken var kilde til usikkerhed, efter at centralbanker i USA og Europa nu fører pengepolitik med modsatrettede

fortegn, efter at den amerikanske centralbank, Fed, i december 2015 valgte at stramme pengepolitikken for første gang i næsten 10 år, mens ECB fortsat lempes. Derudover var udtalelser fra den amerikanske centralbankchef Janet Yellen om værdiansættelserne på high yield-markedet med til at lægge låg på afkastet. I foråret opstod der også fornyet uro omkring Grækenlands likviditet, da landets problemer med at afdrage på sin gæld igen trak avisoverskrifter, ligesom tidligere gevinster i energisektoren blev tabt igen, efterhånden som olieprisen igen begyndte at falde. I forsommeren spredte bekymringerne om potentielle misligholdelser inden for energisektoren sig til metal og minedrift, som er den sektor, der er mest følsom over for de lave råvarepriser. Efterhånden som flere og flere sektorer blev ramt, udviklede bekymringen om sektorspecifikke misligholdelser sig til usikkerhed om, hvorvidt high yield-markedet var på vej ind i en general periode med misligholdelser. Fed viste også tilbageholdenhed med hensyn til den globale økonomiske vækst ved ikke at forhøje renten i september og fremhæve denne risiko i sin udtalelse, hvilket blev fortolket af investorerne som endnu en grund til at holde sig ude af risikoaktiver. Investorerne blev ved med at sælge ud af high yield-obligationer af lavere kvalitet i forventning om, at kreditkvaliteten ville fortsætte med at falde.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,65 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Kreditspændene blev udvidet i 2015, da papirer af lavere kvalitet og råvarerelaterede selskaber klarede sig dårligt. Det påvirkede andelsklassens afkast, da vores papirvalg i disse sektorer trak mest ned i afkastet.

Ratingmæssigt trak undervægten af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer ned i andelsklassens afkast. Geografisk trak andelsklassens overvægt af Asien lidt ned i afkastet, mens papirvalget i Asien bidrog positivt til andelsklassens afkast. Andelsklassen tabte lidt på undervægten af Europa, mens vores papirvalg inden for samme region trak endnu mere ned i afkastet. Det største negative bidrag til det relative afkast kom fra papirvalget i USA og mere specifikt inden for energi og basisindustri. Sektormæssigt trak energi og ikke-cyklisk forbrug mest ned

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2013

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK.

Fondskode: DK0060517316

Porteføljerådgiver: ING

Varigheder

0-1 år	5,7%
1-3 år	23,1%
3-5 år	36,8%
5-10 år	33,9%
Øvrige inkl. likvide	0,5%

Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

i andelsklassens relative afkast, mens papirvalget inden for basisindustri og kapitalgoder var de største negative bidragsydere til andelsklassens relative afkast.

På udstederniveau bidrog andelsklassens undervægt af selskaberne LINN Energy og California Resources Corporation positivt til afkastet, og det samme gjaldt for andelsklassens salg af en stor del af Chesapeake Energy og undervægten af ArcelorMittal. Der var også et positivt bidrag fra investeringerne i LuxGEO og INEOS. På den negative side var afkastet påvirket af dårlige afkast i en række energiselskaber, herunder Peabody Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen

Vi vurderer, at markedet for high yield-obligationer står over for tre store risikofaktorer i 2016. For det første forventer vi, at råvarepriserne skal falde yderligere, hvis den økonomiske opbremsning, som Kina oplevede i 2015, forværres i 2016. Da afmatning i Kina ofte har afsmittende effekt på de nye markeder, som eksporterer råvarer til Kina, kan denne udvikling potentielt føre til markant lavere global økonomisk vækst. Andelsklassen er positioneret med en undervægt inden for basisindustri, og særligt metal og minedrift, og den har samtidig positioneret sig mere i foranstillede dele af disse selskabers kapitalstruktur for at reducere denne risiko. Hvis råvarerne som f.eks. stål og kul klarer sig godt i 2016, vil det give et negativt bidrag til andelsklassen.

Den anden store risikofaktor er, hvis inflationen i USA kommer op over 2 pct., hvilket vil tvinge Fed til at hæve den korte rente hurtigere, end obligationsmarkedet i øjeblikket forventer. Der er visse tegn på, at det amerikanske arbejdsmarked har begrænset overskydende kapacitet, og at lønningerne derfor kan stige. Der er også andre komponenter i inflationen i USA som f.eks. sundhedsomkostningerne, som står til at stige. Fed indregner i sin renteprognose en rentestigning på 1,00 procentpoint i den korte rente i 2016. Markedet forventer dog kun en rentestigning på ca. 0,5 procentpoint, så hvis renten stiger mere, vil det komme som en negativ overraskelse. Såfremt det sker, forventer vi et mere markant frasalgs af high yield-obligationer. Da dette scenarie er midlertidigt, og da vi forventer fortsat stor efterspørgsel efter high yield-papirer med positive samlede afkast i 2016, har vi positioneret andelsklassen med en risiko, der er højere end benchmark. Såfremt renten stiger hurtigere end ventet, forventer vi også, at obligationer med længere løbetid, som er mere rentefølsomme, vil klare sig dårligere. Andelsklassen har aktuelt en løbetid, som er højere end dets benchmark.

Den tredje store risikofaktor er, at merrenten mellem relative likvide og illikvide high yield-papirer fortsat udvides. Vi mener, at denne merrente for investering i illikvide obligationer er for høj. Andelsklassen har i øjeblikket en højere løbende rente end benchmark og har eksponering mod selskaber med lav kreditvurdering, som vi vurderer vil klare sig igennem konjunkturføløbet. Vi forventer derfor, at andelsklassen opnår et positivt afkast via såvel kursstigninger som renteafkast. Såfremt det ikke sker, og vi oplever en langsommere bedring i risikovilligheden eller en periode med mere omfattende misligholdelser, hvor investorerne foretrækker BB-papirer, vil det trække ned i andelsklassens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi forventer fortsat vækst i amerikansk og europæisk økonomi i 2016. Vi vurderer, at Fed fortsat vil hæve den korte rente, men i et roligt tempo med afmålte renteforhøjelser, som er tilpasset en økonomi med ujævn vækst, for selvom servicesektoren klarer sig pænt i USA, så går det trægt med fremstillingssektoren på grund af den stærke USD og den nedsatte aktivitet i oliefeltene. I Europa forventer vi lav, men pæn, økonomisk vækst drevet af stigende eksport som følge af en svækkelse af EUR over for USD og bedre adgang til kredit som følge af de forskellige tiltag fra ECB. Det er fortsat muligt, at ECB kommer med yderligere kvantitative pengepolitiske lempelser for at bekæmpe den lave inflation, og vi forventer, at pengepolitikken vil forblive ganske lempelig på globalt plan - selv med renteforhøjelserne i USA. Således forventer vi fortsat negative korte realrenter i de store økonomier.

Vi forventer, at misligholdelsesraten for high yield-obligationer vil stige fra de meget lave aktuelle niveauer. Vi forventer dog ikke, at misligholdelsesraten stiger til samme niveau som i tidligere perioder med misligholdelser som f.eks. under den globale finanskrisen. Vi forventer fortsat store udsving i kurser på enkeltpapirer i 2016 primært på grund af ovennævnte lavere likviditet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	1,33	1,09	÷5,49
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	1,26	3,72	÷2,84
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	101,33	102,43	96,81
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	631	÷10.895	÷52.696
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,23	1,25	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	170.057	144.204	224.108
Antal andele	-	-	1.880.569	1.715.215	2.982.723
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷24.349	7.564
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷24.694	÷15.318
Administrationsomkostninger	3.653	3.141
Klassens resultat	÷52.696	÷10.895
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	144.204	170.057
Emissioner i året	217.656	211.260
Indløsninger i året	÷87.030	÷228.570
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.974	2.352
Overførsel af periodens resultat	÷52.696	÷10.895
Medlemmernes formue ultimo	224.108	144.204
Antal andele		
Andele primo året	1.715.215	1.880.569
Emissioner i året	2.388.586	2.275.479
Indløsninger i året	÷1.121.078	÷2.440.833
Andele ultimo året	2.982.723	1.715.215

Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 6,86 pct. i 2015 målt i SEK, mens benchmark faldt 3,84 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

Pengepolitikken var kilde til usikkerhed, efter at centralbanker i USA og Europa nu fører pengepolitik med modsatrettede fortegn, efter at den amerikanske centralbank, Fed, i december 2015 valgte at stramme pengepolitikken for første gang i næsten 10 år, mens ECB fortsat lemper. Derudover var udtalelser fra den amerikanske centralbankchef Janet Yellen om værdiansættelserne på high yield-markedet med til at lægge låg på afkastet. I foråret opstod der også fornyet uro omkring Grækenlands likviditet, da landets problemer med at afdrage på sin gæld igen trak avisoverskrifter, ligesom tidligere gevinst i energisektoren blev tabt igen, efterhånden som olieprisen igen begyndte at falde. I forsommeren spredte bekymringerne om potentielle misligholdelser inden for energisektoren sig til metal og minedrift, som er den sektor, der er mest følsom over for de lave råvarepriser. Efterhånden som flere og flere sektorer blev ramt, udviklede bekymringen om sektorspecifikke misligholdelser sig til usikkerhed om, hvorvidt high yield-markedet var på vej ind i en general periode med misligholdelser. Fed viste også tilbageholdenhed med hensyn til den globale økonomiske vækst ved ikke at forhøje renten i september og fremhæve denne risiko i sin udtalelse, hvilket blev fortolket af investorerne som endnu en grund til at holde sig ude af risikoaktiver. Investorerne blev ved med at sælge ud af high yield-obligationer af lavere kvalitet i forventning om, at kreditkvaliteten ville fortsætte med at falde.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,02 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Kreditspændene blev udvidet i 2015, da papirer af lavere kvalitet og råvarerelaterede selskaber klarede sig dårligt. Det påvirkede andelsklassens afkast, da vores papirvalg i disse sektorer trak mest ned i afkastet.

Ratingmæssigt trak undervægten af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer ned i andels-

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
Porteføljeradgiver: ING

Varigheder

0-1 år	5,5%
1-3 år	22,4%
3-5 år	35,6%
5-10 år	32,8%
Øvrige inkl. likvide	3,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,05
Standardafvigelse	5,85
Tracking error	1,38
Information Ratio	-1,77
Sharpe Ratio (benchm.)	0,43
Standardafvigelse (benchm.)	5,09

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

klassens afkast. Geografisk trak andelsklassens overvægt af Asien lidt ned i afkastet, mens papirvalget i Asien bidrog positivt til andelsklassens afkast. Andelsklassen tabte lidt på undervægten af Europa, mens vores papirvalg inden for samme region trak endnu mere ned i afkastet. Det største negative bidrag til det relative afkast kom fra papirvalget i USA og mere specifikt inden for energi og basisindustri. Sektormæssigt trak energi og ikke-cyklisk forbrug mest ned i andelsklassens relative afkast, mens papirvalget inden for basisindustri og kapitalgoder var de største negative bidragydere til andelsklassens relative afkast.

På udstederniveau bidrog andelsklassens undervægt af selskaberne LINN Energy og California Resources Corporation positivt til afkastet, og det samme gjaldt for andelsklassens salg af en stor del af Chesapeake Energy og undervægten af ArcelorMittal. Der var også et positivt bidrag fra investeringerne i LuxGEO og INEOS. På den negative side var afkastet påvirket af dårlige afkast i en række energiselskaber, herunder Peabody Energy.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at markedet for high yield-obligationer står over for tre store risikofaktorer i 2016. For det første forventer vi, at råvarepriserne skal falde yderligere, hvis den økonomiske opbremsning, som Kina oplevede i 2015, forværres i 2016. Da afmatning i Kina ofte har afsmittende effekt på de nye markeder, som eksporterer råvarer til Kina, kan denne udvikling potentielt føre til markant lavere global økonomisk vækst. Andelsklassen er positioneret med en undervægt inden for basisindustri, og særligt metal og minedrift, og den har samtidig positioneret sig mere i foranstillede dele af disse selskabers kapitalstruktur for at reducere denne risiko. Hvis råvarerne som f.eks. stål og kul klarer sig godt i 2016, vil det give et negativt bidrag til andelsklassen.

Den anden store risikofaktor er, hvis inflationen i USA kommer op over 2 pct., hvilket vil tvinge Fed til at hæve den korte rente hurtigere, end obligationsmarkedet i øjeblikket forventer. Der er visse tegn på, at det amerikanske arbejdsmarked har begrænset overskydende kapacitet, og at lønningerne derfor kan stige. Der er også andre komponenter i inflationen i USA som f.eks. sundhedsomkostningerne, som står til at stige. Fed indregner i sin renteprognose en rentestigning på 1,00 procentpoint i den korte rente i 2016. Markedet forventer dog kun en rentestigning på ca. 0,5 procentpoint, så hvis renten stiger mere, vil det komme som en negativ overraskelse. Såfremt det sker, forventer vi et mere markant frasal af high yield-obligationer. Da dette scenarie er midlertidigt, og da vi forventer fortsat stor efterspørgsel efter high yield-papirer med positive samlede afkast i 2016, har vi positioneret andelsklassen med en risiko, der er højere end benchmark.

Såfremt renten stiger hurtigere end ventet, forventer vi også, at obligationer med længere løbetid, som er mere rentefølsomme, vil klare sig dårligere. Andelsklassen har aktuelt en løbetid, som er højere end dets benchmark.

Den tredje store risikofaktor er, at merrenten mellem relative likvide og illikvide high yield-papirer fortsat udvides. Vi mener, at denne merrente for investering i illikvide obligationer er for høj. Andelsklassen har i øjeblikket en højere løbende rente end benchmark og har eksponering mod selskaber med lav kreditvurdering, som vi vurderer vil klare sig igennem konjunkturforløbet. Vi forventer derfor, at andelsklassen opnår et positivt afkast via såvel kursstigninger som renteaftast. Såfremt det ikke sker, og vi oplever en langsommere bedring i risikovilligheden eller en periode med mere omfattende misligholdelser, hvor investorerne foretrækker BB-papirer, vil det trække ned i andelsklassens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi forventer fortsat vækst i amerikansk og europæisk økonomi i 2016. Vi vurderer, at Fed fortsat vil hæve den korte rente, men i et roligt tempo med afmålte renteforhøjelser, som er tilpasset en økonomi med ujævn vækst, for selvom servicesektoren klarer sig pænt i USA, så går det trægt med fremstillingssektoren på grund af den stærke USD og den nedsatte aktivitet i olieletterne. I Europa forventer vi lav, men pæn, økonomisk vækst drevet af stigende eksport som følge af en svækkelse af EUR over for USD og bedre adgang til kredit som følge af de forskellige tiltag fra ECB. Det er fortsat muligt, at ECB kommer med yderligere kvantitative pengepolitiske lempelser for at bekæmpe den lave inflation, og vi forventer, at pengepolitikken vil forblive ganske lempelig på globalt plan - selv med renteforhøjelserne i USA. Således forventer vi fortsat negative korte realrenter i de store økonomier.

Vi forventer, at misligholdelsesraten for high yield-obligationer vil stige fra de meget lave aktuelle niveauer. Vi forventer dog ikke, at misligholdelsesraten stiger til samme niveau som i tidligere perioder med misligholdelser som f.eks. under den globale finanskrisen. Vi forventer fortsat store udsving i kurser på enkeltpapirer i 2016 primært på grund af ovennævnte lavere likviditet.

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

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	0,73	6,91	÷0,10	÷6,86
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	8,26	2,83	÷3,84
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	100,73	107,69	107,59	100,21
Nettoresultat (t.DKK)*	-	2.826	8.804	÷31.201	÷40.671
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,30	1,25	1,24	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	214.130	409.828	314.722	793.685
Antal andele	-	2.443.757	4.511.880	3.718.488	9.719.796
Stykstørrelse i SEK	-	100	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷53.020	4.918
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	19.040	÷30.323
Administrationsomkostninger	6.691	5.796
Klassens resultat	÷40.671	÷31.201
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	314.722	409.828
Emissioner i året	576.497	172.907
Indløsninger i året	÷61.174	÷239.123
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.311	2.311
Overførsel af periodens resultat	÷40.671	÷31.201
Medlemmernes formue ultimo	793.685	314.722
Antal andele		
Andele primo året	3.718.488	4.511.880
Emissioner i året	6.733.377	1.891.784
Indløsninger i året	÷732.069	÷2.685.176
Andele ultimo året	9.719.796	3.718.488

Globale Lange Indeksobligationer

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 2,10 pct., mens benchmark faldt 1,80 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et negativt afkast i 2015. Det negative afkast skyldtes især et fald i kurserne på amerikanske og engelske indeksobligationer, mens indeksobligationer udstedt af eurolandene klarede sig bedre. Inflationsforventningerne faldt ovenpå et kraftigt fald i olieprisen. Den Europæiske Centralbank annoncerede i 2015 et opkøbsprogram, der inkluderede indeksobligationer, og den amerikanske centralbank hævede i december 2015 renten efter at have fastholdt en rente på 0-0,25 pct. siden 2008.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,3 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for amerikanske, engelske og franske indeksobligationer samt en overvægt i spanske indeksobligationer. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for tyske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at den økonomiske vækst accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. Hvis væksten bliver meget højere end forventet, så vil centralbankerne reagere ved at hæve renterne meget mere end forventet, og hvis vi samtidig hverken ser stigende lønninger eller kraftigt stigende råvarepriser, vil afkastet på globale indeksobligationer blive negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank vil hæve renten yderligere i løbet af 2016, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Vi vurderer, at inflationen vil tiltage i løbet af 2016, idet effekten af det kraftige fald i råvarepriserne i inflationen ebber ud, og lønvæksten i USA tiltager. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser i form af en højere end forventet inflation. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige, almindelige statsobligationer i tråd med, at inflationsforventningerne opjusteres.

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
Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	17,8%
1-3 år	9,6%
3-5 år	32,6%
5-10 år	16,9%
Over 10 år	20,8%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,04
Standardafvigelse	5,77
Tracking error	0,50
Information Ratio	-0,56
Sharpe Ratio (benchm.)	0,01
Standardafvigelse (benchm.)	5,52

Globale Lange Indeksobligationer

Ved årets indgang har afdelingen en overvægt af lange amerikanske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af italienske og danske indeksobligationer mod en undervægt af franske indeksobligationer.

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

Globale Lange Indeksobligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	11.551	21.885	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	13	0	Indestående i depotselskab	2.333	11.480
I alt renter og udbytter	11.538	21.885	I alt likvide midler	2.333	11.480
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	69.418	277.883	Not. obl. fra danske udstedere	42.256	22.414
Afledte finansielle instr.	÷59.305	÷153.566	Not. obl. fra udl. udstedere	933.214	1.190.574
Valutakonti	÷36.748	17.325	Unoterede obligationer	32.236	29.323
Øvrige aktiver/passiver	0	26	I alt obligationer	1.007.706	1.242.310
4 Handelsomkostninger	0	÷99	Afl. finansielle instr.:		
I alt kursgevinster og -tab	÷26.635	141.567	Unot. afl. finansielle instr.	22.222	464
I alt indtægter	÷15.098	163.452	I alt afledte finansielle instr.	22.222	464
5 Administrationsomkostninger	7.957	11.638	Andre aktiver:		
Resultat før skat	÷23.054	151.814	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.123	4.910
Skat	0	0	I alt andre aktiver	3.123	4.910
Årets nettoresultat	÷23.054	151.814	Aktiver i alt	1.035.384	1.259.165
Overskudsdisponering			Passiver		
Overført til udlodning næste år	÷70.968	÷145.976	7 Medlemmernes formue	1.032.985	1.235.090
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷70.968	÷145.976	Afledte finansielle instrumenter:		
Overført til formuen	47.914	297.790	Unot. afl. finansielle instr.	1.351	18.597
I alt disponeret	÷23.054	151.814	I alt afledte finansielle instr.	1.351	18.597
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	53	417
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	994	5.062
			I alt anden gæld	1.048	5.479
			Passiver i alt	1.035.384	1.259.165

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	11,40	4,76	÷6,67	9,02	÷2,10
Benchmarkafkast (pct.)	11,60	5,23	÷6,00	8,81	÷1,80
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,14	110,53	93,32	101,74	99,60
Nettoresultat (t.DKK)	233.080	127.442	÷154.723	151.814	÷23.054
Udbytte (DKK pr. andel)	6,75	10,80	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,64	0,64	0,63	0,65	0,69
ÅOP	0,85	0,86	0,84	0,84	0,78
Omsætningshastighed (antal gange)	0,80	0,86	1,12	1,42	1,36
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.527.661	2.431.429	2.177.697	1.235.090	1.032.985
Antal andele	22.540.843	21.998.868	23.335.818	12.139.852	10.371.514
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Globale Lange Indeksobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	10	21
Noterede obligationer fra danske udstedere	28	34
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	10.826	19.531
Unoterede obligationer	687	2.299
I alt renteindtægter	11.551	21.885

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	13	0
I alt renteudgifter	13	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+214	2.908
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	66.302	263.274
Unoterede obligationer	3.330	11.701
Terminsforsretninger/futures m.m.	+59.305	+153.566
Valutakonti	+36.748	17.325
Øvrige aktiver/passiver	0	26
Handelsomkostninger	0	+99
I alt kursgevinster og -tab	+26.635	141.567

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	+125
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	26
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	+99

	NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	213	74
Managementhonorar	6.334	0	9.087	0
Fast administrationshonorar	1.622	0	2.265	0
I alt opdelte adm.omk.	7.957	0	11.564	74
I alt adm.omkostninger		7.957		11.638

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

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	11.538	21.885
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	13	0
Kursgevinst til udlodning	42.464	+125.363
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	20.993	132.032
Udlodning overført fra sidste år	+145.976	+174.529
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+70.968	+145.975
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.957	11.638
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	657	3.401
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+78.267	+154.212
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+7.299	+8.237
I alt til rådighed for udlodning, netto	+70.968	+145.976

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	12.139.852	1.235.090	23.335.818	2.177.697
Emissioner i året	943.000	96.074	999.089	96.511
Indløsninger i året	+2.711.338	+275.721	+12.195.055	+1.193.044
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		595		2.112
Overførsel af periodens resultat		47.914		297.790
Overført til udlodning næste år		+70.968		+145.976
I alt medlemmernes formue	10.371.514	1.032.985	12.139.852	1.235.090

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	94,4	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	5,1	0,9
I alt finansielle instrumenter	99,6	99,1
Øvrige aktiver og passiver	0,4	0,9
I alt	100,0	100,0

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

Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Investerer i globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks inden for OECD. Porteføljens beregnede varighed vil svare til varigheden for en lang indeksobligation. Valutarisiko er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- Globala Realräntor, klass SEK h
- Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK h
- Reallikorko Maaailma, osuuslaji EUR h

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

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

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

Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:					Aktiver
1 Renteindtægter	18.292	37.731			Likvide midler:
2 Renteudgifter	33	0			Indestående i depotselskab
I alt renter og udbytter	18.259	37.731	4.749	5.900	I alt likvide midler
			4.749	5.900	
3 Kursgevinster og -tab:					Obligationer:
Obligationer	97.885	461.962			Not. obl. fra danske udstedere
Afledte finansielle instr.	÷83.993	÷251.755	72.040	29.885	Not. obl. fra udl. udstedere
Valutakonti	÷53.937	29.374	1.606.005	1.782.377	Unoterede obligationer
Øvrige aktiver/passiver	÷4	4	53.189	43.984	I alt obligationer
4 Handelsomkostninger	0	÷81	1.731.233	1.856.245	
I alt kursgevinster og -tab	÷40.049	239.504			Afl. finansielle instr.:
					Unot. afl. finansielle instr.
I alt indtægter	÷21.790	277.235	39.266	944	I alt afledte finansielle instr.
			39.266	944	
5 Administrationsomkostninger	12.754	20.236			Andre aktiver:
Resultat før skat	÷34.543	256.999			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.
			5.313	7.496	Mellemvær. vedr. handelsafv.
Skat	0	0	432	3	I alt andre aktiver
Årets nettoresultat	÷34.543	256.999	5.745	7.499	
					Aktiver i alt
Overskudsdisponering			1.780.993	1.870.589	
Overført til formuen	÷34.543	256.999			
I alt disponeret	÷34.543	256.999			Passiver
					6 Medlemmernes formue
					Afledte finansielle instrumenter:
					Unot. afl. finansielle instr.
					I alt afledte finansielle instr.
					Anden gæld:
					Skyldige omkostninger
					I alt anden gæld
					Passiver i alt

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)	404.478	179.696	÷300.624	256.999	÷34.543
Omsætningshastighed (antal gange)	0,59	0,90	1,15	1,39	1,28
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.670.078	4.342.889	3.858.324	1.841.626	1.777.936

Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	12	50
Noterede obligationer fra danske udstedere	44	49
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	17.175	33.651
Unoterede obligationer	1.061	3.981
I alt renteindtægter	18.292	37.731

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	33	0
I alt renteudgifter	33	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷479	4.205
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	93.655	440.439
Unoterede obligationer	4.708	17.318
Terminforretninger/futures m.m.	+83.993	+251.755
Valutakonti	+53.937	29.374
Øvrige aktiver/passiver	÷4	4
Handelsomkostninger	0	÷81
I alt kursgevinster og -tab	+40.049	239.504

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	÷105
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	24
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	÷81

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	378	133
Managementhonorar	10.100	0	15.692	0
Fast administrationshonorar	2.653	0	4.034	0
I alt opdelte adm.omk.	12.754	0	20.104	133
I alt adm.omkostninger		12.754		20.236

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

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		1.841.626		3.858.324
Emissioner i året		199.737		124.367
Indløsninger i året		÷229.517		÷2.401.963
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		633		3.900
Overførsel af periodens resultat		÷34.543		256.999
I alt medlemmernes formue		1.777.936		1.841.626

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015		2014	
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			94,4	98,4
Øvrige finansielle instrumenter			5,0	0,9
I alt finansielle instrumenter			99,4	99,3
Øvrige aktiver og passiver			0,6	0,7
I alt			100,0	100,0

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

Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,18 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 0,11 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et negativt afkast i 2015. Det negative afkast skyldtes især et fald i kurserne på amerikanske og engelske indeksobligationer, mens indeksobligationer udstedt af eurolandene klarede sig bedre. Inflationsforventningerne faldt ovenpå et kraftigt fald i olieprisen. Den Europæiske Centralbank annoncerede i 2015 et

opkøbsprogram, der inkluderede indeksobligationer, og den amerikanske centralbank hævede i december 2015 renten efter at have fastholdt en rente på 0-0,25 pct. siden 2008.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,07 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for amerikanske, engelske og franske indeksobligationer samt en overvægt i spanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for tyske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at den økonomiske vækst accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. Hvis væksten bliver meget højere end forventet, så vil centralbankerne reagere ved at hæve renterne meget mere end forventet, og hvis vi samtidig hverken ser stigende lønninger eller kraftigt stigende råvarepriser, vil afkastet på globale indeksobligationer blive negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank vil hæve renten yderligere i løbet af 2016, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Vi vurderer, at inflationen vil tiltage i løbet af 2016, idet effekten af det kraftige fald i råvarepriserne i inflationen ebber ud, og lønvæksten i USA tiltager. I forhold til markedets moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser i form af en højere end forventet inflation. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige, almindelige statsobligationer i tråd med, at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af italienske og danske indeksobligationer mod en undervægt af franske indeksobligationer.

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

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	18,7%
1-3 år	10,1%
3-5 år	34,3%
5-10 år	17,7%
Over 10 år	21,6%
Øvrige inkl. likvide	-2,4%

Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	÷1,78	11,68	÷0,18
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	÷1,42	10,58	÷0,11
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	98,22	109,69	109,49
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷1.421	6.978	÷698
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,71	0,70	0,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	54.532	13.466	12.245
Antal andele	-	-	622.162	149.579	144.104
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	177	7.343
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsføretninger	÷782	191
Administrationsomkostninger	93	556
Klassens resultat	÷698	6.978
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	13.466	54.532
Emissioner i året	207	40.490
Indløsninger i året	÷731	÷88.767
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1	233
Overførsel af periodens resultat	÷698	6.978
Medlemmernes formue ultimo	12.245	13.466
Antal andele		
Andele primo året	149.579	622.162
Emissioner i året	2.201	459.792
Indløsninger i året	÷7.675	÷932.375
Andele ultimo året	144.104	149.579

Globala Realräntor, klass SEK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 1,90 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt 1,42 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et negativt afkast i 2015. Det negative afkast skyldtes især et fald i kurserne på amerikanske og engelske indeksobligationer, mens

indeksobligationer udstedt af eurolandene klarede sig bedre. Inflationsforventningerne faldt ovenpå et kraftigt fald i olieprisen. Den Europæiske Centralbank annoncerede i 2015 et opkøbsprogram, der inkluderede indeksobligationer, og den amerikanske centralbank hævede i december 2015 renten efter at have fastholdt en rente på 0-0,25 pct. siden 2008.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,48 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for amerikanske, engelske og franske indeksobligationer samt en overvægt i spanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for tyske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at den økonomiske vækst accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. Hvis væksten bliver meget højere end forventet, så vil centralbankerne reagere ved at hæve renterne meget mere end forventet, og hvis vi samtidig hverken ser stigende lønninger eller kraftigt stigende råvarepriser, vil afkastet på globale indeksobligationer blive negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank vil hæve renten yderligere i løbet af 2016, hvis ikke økonomien igen viser svaghestegn. Vi vurderer, at inflationen vil tiltage i løbet af 2016, idet effekten af det kraftige fald i råvarepriserne i inflationen ebber ud, og lønvæksten i USA tiltager. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser i form af en højere end forventet inflation. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige, almindelige statsobligationer i tråd med, at inflationsforventningerne opjusteres.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindikator [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	17,7%
1-3 år	9,5%
3-5 år	32,4%
5-10 år	16,7%
Over 10 år	20,5%
Øvrige inkl. likvide	3,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,09
Standardafvigelse	5,78
Tracking error	0,50
Information Ratio	-0,54
Sharpe Ratio (benchm.)	0,14
Standardafvigelse (benchm.)	5,51

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Globala Realräntor, klass SEK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af italienske og danske indeksobligationer mod en undervægt af franske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i SEK (pct.)	11,47	6,66	÷5,59	9,97	÷1,90
Benchmarkafkast i SEK (pct.)	13,17	7,33	÷4,91	9,54	÷1,42
Indre værdi (SEK pr. andel)	110,06	117,39	110,83	121,87	119,55
Nettoreultat (t.DKK)	3.362	2.563	÷13.225	7.392	1.132
Administrationsomkostninger (pct.)	0,69	0,71	0,68	0,69	0,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	22.077	28.226	202.922	84.732	107.362
Antal andele	240.177	276.410	2.171.625	884.069	1.102.052
Stykstørrelse i SEK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷729	15.045
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	2.572	÷6.424
Administrationsomkostninger	711	1.230
Klassens resultat	1.132	7.392
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	84.732	202.922
Emissioner i året	30.029	27.329
Indløsninger i året	÷8.622	÷153.203
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	92	292
Overførsel af periodens resultat	1.132	7.392
Medlemmernes formue ultimo	107.362	84.732
Antal andele		
Andele primo året	884.069	2.171.625
Emissioner i året	305.974	284.917
Indløsninger i året	÷87.991	÷1.572.473
Andele ultimo året	1.102.052	884.069

Globale Lange Indeksobligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 2,11 pct., mens benchmark faldt 1,80 pct. Andelsklassens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et negativt afkast i 2015. Det negative afkast skyldtes især et fald i kurserne på amerikanske og engelske indeksobligationer, mens indeksobligationer udstedt af eurolandene klarede sig bedre. Inflationsforventningerne faldt ovenpå et kraftigt fald i olie-

prisen. Den Europæiske Centralbank annoncerede i 2015 et opkøbsprogram, der inkluderede indeksobligationer, og den amerikanske centralbank hævede i december 2015 renten efter at have fastholdt en rente på 0-0,25 pct. siden 2008.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,31 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra obligationsvalget inden for amerikanske, engelske og franske indeksobligationer samt en overvægt i spanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra obligationsvalget inden for tyske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at den økonomiske vækst accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. Hvis væksten bliver meget højere end forventet, så vil centralbankerne reagere ved at hæve renterne meget mere end forventet, og hvis vi samtidig hverken ser stigende lønninger eller kraftigt stigende råvarepriser, vil afkastet på globale indeksobligationer blive negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank vil hæve renten yderligere i løbet af 2016, hvis ikke økonomien igen viser svaghestegn. Vi vurderer, at inflationen vil tiltage i løbet af 2016, idet effekten af det kraftige fald i råvarepriserne i inflationen ebber ud, og lønvæksten i USA tiltager. I forhold til markedets moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser i form af en højere end forventet inflation. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige, almindelige statsobligationer i tråd med, at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af italienske og danske indeksobligationer mod en undervægt af franske indeksobligationer.

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
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	17,8%
1-3 år	9,6%
3-5 år	32,7%
5-10 år	16,9%
Over 10 år	20,7%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,04
Standardafvigelse	5,77
Tracking error	0,53
Information Ratio	-0,55
Sharpe Ratio (benchm.)	0,01
Standardafvigelse (benchm.)	5,52

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Globale Lange Indeksobligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Globale Lange Indeksobligationer – Akk., klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	11,83	4,77	÷6,71	9,03	÷2,11
Benchmarkafkast (pct.)	11,60	5,23	÷6,00	8,81	÷1,80
Indre værdi (DKK pr. andel)	136,62	143,15	133,55	145,61	142,54
Nettoresultat (t.DKK)	366.952	161.863	÷271.343	235.552	÷35.196
Administrationsomkostninger (pct.)	0,63	0,65	0,66	0,64	0,69
ÅOP	0,84	0,87	0,86	0,83	0,78
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.334.486	4.090.429	3.421.585	1.722.025	1.648.214
Antal andele	24.406.492	23.446.234	25.621.228	11.826.895	11.563.531
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷23.345	253.212
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	11.851	17.660
Klassens resultat	÷35.196	235.552
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.722.025	3.421.585
Emissioner i året	161.373	56.349
Indløsninger i året	÷200.471	÷1.994.507
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	484	3.047
Overførsel af periodens resultat	÷35.196	235.552
Medlemmernes formue ultimo	1.648.214	1.722.025
Antal andele		
Andele primo året	11.826.895	25.621.228
Emissioner i året	1.108.278	409.117
Indløsninger i året	÷1.371.642	÷14.203.450
Andele ultimo året	11.563.531	11.826.895

Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 1,53 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt 1,26 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et negativt afkast i 2015. Det negative afkast skyldtes især et fald i kursene på amerikanske og engelske indeksobligationer, mens

indeksobligationer udstedt af eurolandene klarede sig bedre. Inflationsforventningerne faldt ovenpå et kraftigt fald i olieprisen. Den Europæiske Centralbank annoncerede i 2015 et opkøbsprogram, der inkluderede indeksobligationer, og den amerikanske centralbank hævede i december 2015 renten efter at have fastholdt en rente på 0-0,25 pct. siden 2008.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,27 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for amerikanske, engelske og franske indeksobligationer samt en overvægt i spanske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra papirvalget inden for tyske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at den økonomiske vækst accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. Hvis væksten bliver meget højere end forventet, så vil centralbankerne reagere ved at hæve renterne meget mere end forventet, og hvis vi samtidig hverken ser stigende lønninger eller kraftigt stigende råvarepriser, vil afkastet på globale indeksobligationer blive negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank vil hæve renten yderligere i løbet af 2016, hvis ikke økonomien igen viser svaghestegn. Vi vurderer, at inflationen vil tiltage i løbet af 2016, idet effekten af det kraftige fald i råvarepriserne i inflationen ebber ud, og lønvæksten i USA tiltager. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser i form af en højere end forventet inflation. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige, almindelige statsobligationer i tråd med, at inflationsforventningerne opjusteres.

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	17,8%
1-3 år	9,6%
3-5 år	32,7%
5-10 år	16,9%
Over 10 år	20,7%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,06
Standardafvigelse	5,85
Tracking error	0,76
Information Ratio	-0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	0,07
Standardafvigelse (benchm.)	5,50

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af italienske og danske indeksobligationer mod en undervægt af franske indeksobligationer:

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)	11,35	4,72	÷6,55	10,21	÷1,53
Benchmarkafkast i EUR (pct.)	11,73	5,55	÷5,76	9,00	÷1,26
Indre værdi (EUR pr. andel)	11,04	11,56	10,81	11,91	11,73
Nettoreultat (t.DKK)	34.164	15.270	÷14.635	7.077	219
Administrationsomkostninger (pct.)	0,69	0,71	0,70	0,70	0,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	313.515	224.233	179.285	21.404	10.115
Antal andele	3.820.005	2.599.000	2.223.647	241.194	115.583
Stykstørrelse i EUR	10	10	10	10	10

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	198	7.253
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	120	279
Administrationsomkostninger	99	456
Klassens resultat	219	7.077
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	21.404	179.285
Emissioner i året	8.128	198
Indløsninger i året	÷19.692	÷165.485
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	56	329
Overførsel af periodens resultat	219	7.077
Medlemmernes formue ultimo	10.115	21.404
Antal andele		
Andele primo året	241.194	2.223.647
Emissioner i året	91.732	2.291
Indløsninger i året	÷217.343	÷1.984.744
Andele ultimo året	115.583	241.194

Globale Mellemlange Indeksobligationer

Investerer i globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks inden for OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,82 pct., mens benchmark faldt 1,25 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et negativt afkast i 2015. Det negative afkast skyldes især et fald i kursene på amerikanske og engelske indeksobligationer, mens

indeksobligationer udstedt af eurolandene klarede sig bedre. Inflationsforventningerne faldt ovenpå et kraftigt fald i olieprisen. Den Europæiske Centralbank annoncerede i 2015 et opkøbsprogram, der inkluderede indeksobligationer, og den amerikanske centralbank hævede renten efter at have fastholdt en rente på 0-0,25 pct. siden 2008.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,57 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en undervægt i engelske indeksobligationer, en overvægt i italienske og spanske indeksobligationer og papirvalget inden for japanske indeksobligationer. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra valget af obligationer inden for tyske og amerikanske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at den økonomiske vækst accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. Hvis væksten bliver meget højere end forventet, så vil centralbankerne reagere ved at hæve renterne meget mere end forventet, og hvis vi samtidig med hverken ser stigende lønninger eller kraftigt stigende råvarepriser, så vil afkastet på globale indeksobligationer blive negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at den amerikanske centralbank vil hæve renten yderligere i løbet af 2016, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Vi vurderer, at inflationen vil tiltage i løbet af 2016, idet effekten af det kraftige fald i råvarepriserne i inflationen ebber ud, og lønvæksten i USA tiltager. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser i form af en højere end forventet inflation. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige, almindelige statsobligationer i tråd med, at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har afdelingen en overvægt af lange amerikanske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af italienske og danske indeksobligationer mod en undervægt af franske indeksobligationer.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond 1-10Y Hedged to DKK
Fondskode: DK0060550523
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	26,4%
1-3 år	25,1%
3-5 år	42,9%
5-10 år	1,2%
Over 10 år	2,6%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

Globale Mellemlange Indeksobligationer

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

Globale Mellemlange Indeksobligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	11.6.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	11.418	6.076	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	30	0	Indestående i depotselskab		
I alt renter og udbytter	11.388	6.075	I alt likvide midler		
Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	81.471	61.224	Not. obl. fra danske udstedere		
Afledte finansielle instr.	÷66.700	÷90.902	Not. obl. fra udl. udstedere		
Valutakonti	÷38.932	11.127	Unoterede obligationer		
4 Handelsomkostninger	÷14	÷49	I alt obligationer		
I alt kursgevinster og -tab	÷24.175	÷18.600	Afl. finansielle instr.:		
I alt indtægter			Unot. afl. finansielle instr.		
5 Administrationsomkostninger	9.205	4.054	I alt afledte finansielle instr.		
Resultat før skat	÷21.992	÷16.578	Andre aktiver:		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
Årets nettoresultat	÷21.992	÷16.578	I alt andre aktiver		
Overskudsdisponering			Aktiver i alt		
Overført til udlodning næste år	÷30.975	÷56.847	983.845		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷30.975	÷56.847	1.266.650		
Overført til formuen	8.983	40.269	Passiver		
I alt disponeret	÷21.992	÷16.578	7 Medlemmernes formue		
			983.252		
			1.248.723		
			Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			528		
			17.505		
			I alt afledte finansielle instr.		
			528		
			17.505		
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger		
			65		
			421		
			I alt anden gæld		
			65		
			421		
			Passiver i alt		
			983.845		
			1.266.650		

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2014	2015
Afkast (pct.)*	-	-	-	÷0,48	÷1,82
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	÷0,65	÷1,25
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	99,52	97,71
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷16.578	÷21.992
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,65	0,69
ÅOP	-	-	-	0,84	0,78
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,97	1,40
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	1.248.723	983.252
Antal andele	-	-	-	12.547.431	10.063.070
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Globale Mellemlange Indeksobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	2	1
Noterede obligationer fra danske udstedere	32	9
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	11.021	6.016
Unoterede obligationer	363	49
I alt renteindtægter	11.418	6.076

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	30	0
I alt renteudgifter	30	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷126	422
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	80.342	60.958
Unoterede obligationer	1.254	÷156
Terminforretninger/futures m.m.	÷66.700	÷90.902
Valutakonti	÷38.932	11.127
Handelsomkostninger	÷14	÷49
I alt kursgevinster og -tab	÷24.175	÷18.600

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷17	÷79
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	30
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷14	÷49

	NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	41	0
Managementhonorar	7.335	0	3.134	0
Fast administrationshonorar	1.869	0	878	0
I alt opdelte adm.omk.	9.205	0	4.054	0
I alt adm.omkostninger		9.205		4.054

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

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	11.388	6.075	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	30	0	
Kursgevinst til udlodning	11.677	÷66.331	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	2.777	3.409	
Udlodning overført fra sidste år	÷56.847	0	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷30.975	÷56.847	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	9.205	4.054	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	2.333	÷91	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷37.846	÷60.992	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷6.871	÷4.145	
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷30.975	÷56.847	

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	12.547.431	1.248.723	0	0
Emissioner i året	2.799.439	279.133	12.562.431	1.265.382
Indløsninger i året	÷5.283.800	÷523.122	÷15.000	÷1.503
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		510		1.423
Overførsel af periodens resultat		8.983		40.269
Overført til udlodning næste år		÷30.975		÷56.847
I alt medlemmernes formue	10.063.070	983.252	12.547.431	1.248.723

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	100,7
Øvrige finansielle instrumenter	3,0	÷1,4
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,3
Øvrige akiver og passiver	0,6	0,7
I alt	100,0	100,0

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

Globale Virksomhedsobligationer

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i euro eller afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer med hovedvægten på virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for virksomheds- og kreditobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,44 pct., mens benchmark faldt med 1,11 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af svagt stigende statsrenter samt udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændet).

Markedet

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

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

Den økonomiske vækst overraskede positivt i Europa, omend inflationen fortsat var lav, og under ECB's ønskede niveau. Sidst på året nedsatte ECB den pengepolitiske rente og forlængede de månedlige opkøb af europæiske statsobligationer, mens den amerikanske centralbank hævede renten for første gang i næsten 10 år.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,33 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Papirvalget gav det største positive bidrag til det relative afkast, hvor særligt investeringer inden for

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2000

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indeksset er hedget til DKK

Fondskode: DK0016075294

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	7,2%
1-3 år	21,1%
3-5 år	25,9%
5-10 år	41,8%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	3,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,02
Standardafvigelse	3,47
Tracking error	0,68
Information Ratio	0,84
Sharpe Ratio (benchm.)	0,96
Standardafvigelse (benchm.)	3,10

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Globale Virksomhedsobligationer

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

Den økonomiske vækst i Europa forventes at fortsætte i 2016, men på et moderat niveau. Forventningen er derfor, at der stadig

er mulighed for flere pengepolitiske tiltag fra ECB, såfremt den økonomiske vækst ikke lever op til forventningerne, ligesom moderate rentestigninger forventes i løbet af 2016.

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

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

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

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

Globale Virksomhedsobligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:					
1 Renteindtægter	71.379	103.403			
2 Renteudgifter	75	0			
I alt renter og udbytter	71.304	103.403			
3 Kursgevinster og -tab:					
Obligationer	÷64.102	112.409			
Afledte finansielle instr.	÷18.592	27.509			
Valutakonti	5.086	7.221			
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0			
4 Handelsomkostninger	÷328	÷354			
I alt kursgevinster og -tab	÷77.937	146.785			
I alt indtægter	÷6.633	250.188			
5 Administrationsomkostninger	22.528	27.559			
Resultat før skat	÷29.160	222.629			
Skat	0	0			
Årets nettoresultat	÷29.160	222.629			
Overskudsdisponering					
Foreslået udlodning	87.140	212.636			
Overført til udlodning næste år	314	2.114			
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	87.454	214.750			
Overført til formuen	÷116.614	7.879			
I alt disponeret	÷29.160	222.629			
Aktiver					
Likvide midler:					
Indestående i depotselskab			76.687	93.648	
I alt likvide midler			76.687	93.648	
Obligationer:					
Not. obl. fra danske udstedere			91.076	115.345	
Not. obl. fra udl. udstedere			1.901.742	2.244.312	
I alt obligationer			1.992.819	2.359.657	
Afl. finansielle instr.:					
Unot. afl. finansielle instr.			248	1.161	
I alt afledte finansielle instr.			248	1.161	
Andre aktiver:					
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.			33.348	42.397	
I alt andre aktiver			33.348	42.397	
Aktiver i alt			2.103.101	2.496.862	
Passiver					
7 Medlemmernes formue			2.097.971	2.492.470	
Afledte finansielle instrumenter:					
Unot. afl. finansielle instr.			2.122	3.178	
I alt afledte finansielle instr.			2.122	3.178	
Anden gæld:					
Skyldige omkostninger			123	1.214	
Mellemvær. vedr. handelsafv.			2.885	0	
I alt anden gæld			3.008	1.214	
Passiver i alt			2.103.101	2.496.862	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷0,97	16,81	4,47	8,25	÷1,44
Benchmarkafkast (pct.)	0,61	13,93	2,37	8,24	÷1,11
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,34	105,63	105,22	106,67	96,30
Nettoresultat (t.DKK)	÷23.964	497.005	136.398	222.629	÷29.160
Udbytte (DKK pr. andel)	5,25	5,00	6,90	9,10	4,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,98	0,99	0,98	0,99	0,99
ÅOP	1,32	1,26	1,23	1,22	1,07
Omsætningshastighed (antal gange)	0,26	0,41	0,44	0,54	0,57
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.773.062	3.506.458	2.946.456	2.492.470	2.097.971
Antal andele	29.086.574	33.196.613	28.002.504	23.366.542	21.784.956
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Globale Virksomhedsobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	44
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.278	5.501
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	69.101	97.858
I alt renteindtægter	71.379	103.403

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	75	0
I alt renteudgifter	75	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷1.270	608
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+62.832	111.801
Terminforretninger/futures m.m.	+20.698	+6.780
Renteforretninger	2.106	34.289
Valutakonti	5.086	7.221
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0
Handelsomkostninger	÷328	÷354
I alt kursgevinster og -tab	+77.937	146.785

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷362	÷415
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	34	62
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+328	+354

	NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
	2015	2014	2015	2014
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	285	100
Managementhonorar	19.342	0	23.647	0
Fast administrationshonorar	3.186	0	3.527	0
I alt opdeltede adm.omk.	22.528	0	27.459	100
I alt adm.omkostninger		22.528		27.559

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

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

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	71.304	103.403
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	75	0
Kursgevinst til udlodning	40.866	166.177
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷5.268	÷30.585
Udlodning overført fra sidste år	2.114	564
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	109.091	239.559
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	22.528	27.559
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	890	2.750
I alt til rådighed for udlodning, netto	87.454	214.750

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

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	23.366.542	2.492.470	28.002.504	2.946.456
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷212.636		÷193.217
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		7.329		6.148
Emissioner i året	977.877	97.156	1.060.392	107.731
Indløsninger i året	÷2.559.463	÷257.794	÷5.696.354	÷598.598
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		607		1.321
Foreslået udlodning		87.140		212.636
Overførsel af periodens resultat		÷116.614		7.879
Overført til udlodning næste år		314		2.114
I alt medlemmernes formue	21.784.956	2.097.971	23.366.542	2.492.470

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

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	95,0	94,7
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,1	÷0,1
I alt finansielle instrumenter	94,9	94,6
Øvrige aktiver og passiver	5,1	5,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	0	18.494
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	0	10.022
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	9.247	6.150
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	12.510	0
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	11.251	0
I alt	33.008	34.666

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

Horisont 20 – Akkumulerende KL

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 20, klasse NOK
- Horisont 20, klasse NOK I

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

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

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

Horisont 20 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
3.12.-31.12.2015 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1	Renteindtægter 21	Likvide midler:	
	I alt renter og udbytter 21	Indestående i depotselskab 115	
2	Kursgevinster og -tab:	I alt likvide midler 115	
	Obligationer 8	Obligationer:	
	Kapitalandele 265	Not. obl. fra udl. udstedere 17.054	
	Valutakonti ÷12	I alt obligationer 17.054	
3	Handelsomkostninger ÷29	Kapitalandele:	
	I alt kursgevinster og -tab 231	Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger 41.791	
	I alt indtægter 252	Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger 23.007	
4	Administrationsomkostninger 42	I alt kapitalandele 64.799	
	Resultat før skat 210	Andre aktiver:	
	Skat 0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 272	
	Årets nettoresultat 210	Mellemvær. vedr. handelsafv. 605	
	Overskudsdisponering	I alt andre aktiver 877	
	Overført til formuen 210	Aktiver i alt 82.845	
	I alt disponeret 210	Passiver	
		5 Medlemmernes formue 82.830	
		Anden gæld:	
		Skyldige omkostninger 16	
		I alt anden gæld 16	
		Passiver i alt 82.845	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	210
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,04
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	82.830

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont 20 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK 2015

Indestående i depotselskab	4
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	18
I alt renteindtægter	21

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	8
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	88
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	177
Vælutakonti	+12
Handelsomkostninger	+29
I alt kursgevinster og -tab	231

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

Bruttohandelsomkostninger	+29
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+29

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	35	0
Fast administrationshonorar	7	0
I alt opdelte adm.omk.	42	0
I alt adm.omkostninger	42	

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 15 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Emissioner i året		84.715
Indløsninger i året		+2.190
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		94
Overførsel af periodens resultat		210
I alt medlemmernes formue		82.830

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	51,7
Øvrige finansielle instrumenter	47,1
I alt finansielle instrumenter	98,8
Øvrige aktiver og passiver	1,2
I alt	100,0

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

Horisont 20, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 3. december 2015 blev 0,30 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 0,09 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske statsobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,39 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en overvægt af globale aktier fra andelsklassens start, der gav et højere afkast end obligationer og norske aktier grundet en svækkelse af NOK hen mod slutningen af 2015.

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, 10% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 10% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656437

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	23,3%
Obligationer	76,5%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

Horisont 20, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 20 - Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 23 pct. af formuen i aktier og 24 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen - både globalt og i Norge.

Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder - og i særdeleshed Kina - kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året,

mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveauet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi - som forventet - yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA - og dermed globalt - over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,30
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,09
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,30
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	102
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,90
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	45.257
Antal andele	-	-	-	-	451.232
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	3.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	128
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	26
Klassens resultat	102
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	47.287
Indløsninger i året	÷2.190
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	59
Overførsel af periodens resultat	102
Medlemmernes formue ultimo	45.257
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	473.221
Indløsninger i året	÷21.989
Andele ultimo året	451.232

Horisont 20, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 14. december 2015 blev 0,31 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 0,09 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,40 procentpoint mindre end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store emissioner i andelsklassen. Modsat gav overvægt af globale aktier i forhold til norske aktier fra andelsklassens start et positivt bidrag, idet globale aktier gav et højere afkast end norske aktier på grund af en svækkelse af NOK mod slutningen af måneden.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 84 pct. af formuen i aktier og 6 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen - både globalt og i Norge.

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, 10% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 10% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656510

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	23,3%
Obligationer	76,5%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

Horisont 20, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016.

Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for

væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi – som forventet – yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA – og dermed globalt – over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,31
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,09
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,31
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	109
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,70
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	37.572
Antal andele	-	-	-	-	374.560
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	3.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	124
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	16
Klassens resultat	109
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	37.429
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	35
Overførsel af periodens resultat	109
Medlemmernes formue ultimo	37.572
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	374.560
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	374.560

Horisont 35 – Akkumulerende KL

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markedslande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 48 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont 35, klasse NOK

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

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser; udarbejdet i norske kroner, findes også på de følgende sider:

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

Horisont 35 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
3.12.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 NOK		1.000 NOK	
		Aktiver	
Renter og udbytter:		Likvide midler:	
1 Renteindtægter	4	Indestående i depotselskab	3.575
I alt renter og udbytter	4	I alt likvide midler	3.575
2 Kursgevinster og -tab:		Obligationer:	
Obligationer	3	Not. obl. fra udl. udstedere	3.970
Kapitalandele	246	I alt obligationer	3.970
Valutakonti	÷4	Kapitalandele:	
Øvrige aktiver/passiver	÷4	Inv-beviser i andre danske	
3 Handelsomkostninger	÷23	inv- og specialforeninger	29.871
I alt kursgevinster og -tab	218	Inv-beviser i andre udl.	
		inv- og specialforeninger	16.603
I alt indtægter	222	I alt kapitalandele	46.474
4 Administrationsomkostninger	35	Andre aktiver:	
Resultat før skat	186	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	19
Skat	0	I alt andre aktiver	19
Årets nettoresultat	186	Aktiver i alt	54.037
Overskudsdisponering			
Overført til formuen	186	Passiver	
I alt disponeret	186	5 Medlemmernes formue	53.640
		Anden gæld:	
		Skyldige omkostninger	15
		Mellemvær. vedr. handelsafv.	382
		I alt anden gæld	398
		Passiver i alt	54.037

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	186
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	53.640

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont 35 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK 2015

Indestående i depotselskab	2
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1
I alt renteindtægter	4

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	132
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	113
Valutakonti	+4
Øvrige aktiver/passiver	+4
Handelsomkostninger	+23
I alt kursgevinster og -tab	218

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

Bruttohandelsomkostninger	+23
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+23

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	31	0
Fast administrationshonorar	4	0
I alt opdelte adm.omk.	35	0
I alt adm.omkostninger		35

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 20 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Emissioner i året		53.386
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		67
Overførsel af periodens resultat		186
I alt medlemmernes formue		53.640

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter		43,2
Øvrige finansielle instrumenter		50,9
I alt finansielle instrumenter		94,0
Øvrige aktiver og passiver		6,0
I alt		100,0

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

Horisont 35, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spredter andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 3. december 2015 blev 0,56 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,02 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,54 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en overvægt af globale aktier fra andelsklassens start, der gav et højere afkast end obligationer og norske aktier grundet en svækkelse af NOK hen mod slutningen af 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 38 pct. af beholdningen i aktier og 20 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteudviklingen - både globalt og i Norge.

Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: 22,5% OSE Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), 22,5% OSE Stat indeks 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, 17,5% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 17,5% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656783

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	36,4%
Obligationer	57,0%
Øvrige inkl. likvide	6,6%

Horisont 35, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder - og i særdeleshed Kina - kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016.

Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi - som forventet - yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA - og dermed globalt - over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,56
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,02
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,56
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	186
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,10
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	53.640
Antal andele	-	-	-	-	533.417
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	3.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	222
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	35
Klassens resultat	186
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	53.386
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	67
Overførsel af periodens resultat	186
Medlemmernes formue ultimo	53.640
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	533.417
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	533.417

Horisont 50 – Akkumulerende KL

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markedslande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 65 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 50, klasse NOK
- Horisont 50, klasse NOK I

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

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

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

Horisont 50 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
8.12.-31.12.2015 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	
		Aktiver	
Renter og udbytter:		Likvide midler:	
1 Renteindtægter	2	Indestående i depotselskab	3.044
I alt renter og udbytter	2	I alt likvide midler	3.044
2 Kursgevinster og -tab:		Kapitalandele:	
Kapitalandele	324	Inv-beviser i andre danske	
Valutakonti	23	inv- og specialforeninger	37.881
3 Handelsomkostninger	÷31	Inv-beviser i andre udl.	
I alt kursgevinster og -tab	316	inv- og specialforeninger	24.492
I alt indtægter	318	I alt kapitalandele	62.374
4 Administrationsomkostninger	40		
Resultat før skat	278	Aktiver i alt	65.418
Skat	0		
Årets nettoresultat	278	Passiver	
Overskudsdisponering		5 Medlemmernes formue	65.402
Overført til formuen	278	Anden gæld:	
I alt disponeret	278	Skyldige omkostninger	16
		I alt anden gæld	16
		Passiver i alt	65.418

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	278
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	65.402

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont 50 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK 2015

Indestående i depotselskab	2
I alt renteindtægter	2

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK 2015

Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	127
Inv.-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	197
Valutakonti	23
Handelsomkostninger	÷31
I alt kursgevinster og -tab	316

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

Bruttohandelsomkostninger	÷31
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷31

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	36	0
Fast administrationshonorar	4	0
I alt opdelte adm.omk.	40	0
I alt adm.omkostninger		40

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 13 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
--	--------------	----------------------------

Emissioner i året		65.071
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		52
Overførsel af periodens resultat		278
I alt medlemmernes formue		65.402

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	44,1
Øvrige finansielle instrumenter	51,3
I alt finansielle instrumenter	95,4
Øvrige aktiver og passiver	4,6
I alt	100,0

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

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 31.12.2015
	1.000 DKK
EU High Div kl. NOK	5,33 20.863

Horisont 50, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 8. december 2015 blev 0,13 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,14 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,01 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store emissioner i andelsklassen. Modsat gav overvægt af globale aktier fra andelsklassens start et positivt bidrag, idet globale aktier gav et højere afkast end obligationer og norske aktier på grund af en svækkelse af NOK mod slutningen af måneden.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 54 pct. af beholdningen i aktier og 15 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen - både globalt og i Norge.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator [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, 25% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 25% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656940

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	52,1%
Obligationer	43,3%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

Horisont 50, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016.

Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveauet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi

forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi – som forventet – yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA – og dermed globalt – over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,13
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,14
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,13
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	211
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,25
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	40.286
Antal andele	-	-	-	-	402.344
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	8.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	235
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	24
Klassens resultat	211
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	40.033
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	42
Overførsel af periodens resultat	211
Medlemmernes formue ultimo	40.286
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	402.344
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	402.344

Horisont 50, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 8. december 2015 blev 0,18 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,14 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,04 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store emissioner i andelsklassen. Modsat gav overvægt af globale aktier fra andelsklassens start et positivt bidrag, idet globale aktier gav et højere afkast end obligationer og norske aktier på grund af en svækkelse af NOK mod slutningen af måneden.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 54 pct. af beholdningen i aktier og 15 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen - både globalt og i Norge. Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: 17,5% OSE Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), 17,5% OSE Stat-sindeks 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, 25% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 25% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657088

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	52,1%
Obligationer	43,3%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

Horisont 50, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016.

Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveauet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækspotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i

kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi – som forventet – yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA – og dermed globalt – over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,18
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,14
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,18
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	67
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,10
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	25.116
Antal andele	-	-	-	-	250.715
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	8.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	84
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	16
Klassens resultat	67
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	25.039
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	10
Overførsel af periodens resultat	67
Medlemmernes formue ultimo	25.116
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	250.715
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	250.715

Horisont 65 – Akkumulerende KL

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 83 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont 65, klasse NOK

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

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

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

Horisont 65 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
8.12.-31.12.2015 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	
1	Kursgevinster og -tab:		Aktiver
	Kapitalandele	108	
	Valutakonti	15	Likvide midler:
2	Handelsomkostninger	÷ 12	Indestående i depotselskab
	I alt kursgevinster og -tab	110	I alt likvide midler
			1.959
	I alt indtægter	111	Kapitalandele:
3	Administrationsomkostninger	14	Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger
	Resultat før skat	96	Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger
	Skat	0	I alt kapitalandele
	Årets nettoresultat	96	15.802
	Overskudsdisponering		Aktiver i alt
	Overført til formuen	96	17.761
	I alt disponeret	96	Passiver
			4 Medlemmernes formue
			17.756
			Anden gæld:
			Skyldige omkostninger
			I alt anden gæld
			5
			Passiver i alt
			17.761

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	96
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	17.756

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont 65 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK	2015
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	54
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	54
Valutakonti	15
Handelsomkostninger	÷ 12
I alt kursgevinster og -tab	110

NOTE 2: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 12
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+ 12

NOTE 3: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK
2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	13	0
Fast administrationshonorar	1	0
I alt opdelte adm.omk.	14	0
I alt adm.omkostninger		14

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 9 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 4: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Emissioner i året		17.653
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		7
Overførsel af periodens resultat		96
I alt medlemmernes formue		17.756

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	46,4
Øvrige finansielle instrumenter	42,6
I alt finansielle instrumenter	89,0
Øvrige akiver og passiver	11,0
I alt	100,0

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

Horisont 65, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 8. december 2015 blev 0,55 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,25 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,30 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en overvægt af globale aktier fra andelsklassens start, der gav et højere afkast end obligationer og norske aktier grundet en svækkelse af NOK hen mod slutningen af 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 64 pct. af formuen i aktier og 9 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen - både globalt og i Norge.

Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: 12,5% OSE Statsobligationsindeks 3 år (ST4X), 12,5% OSE Stat-sindeks 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, 32,5% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 32,5% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657161

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	62,7%
Obligationer	26,3%
Øvrige inkl. likvide	11,0%

Horisont 65, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016.

Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveauet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækspotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i

kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi – som forventet – yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA – og dermed globalt – over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,55
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,25
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,55
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	96
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,40
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	17.756
Antal andele	-	-	-	-	176.594
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	8.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	111
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	14
Klassens resultat	96
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	17.653
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	7
Overførsel af periodens resultat	96
Medlemmernes formue ultimo	17.756
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	176.594
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	176.594

Horisont 80 – Akkumulerende KL

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 100 pct. 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

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

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

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

Horisont 80 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
14.12.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 NOK		1.000 NOK	
		Aktiver	
Renter og udbytter:		Likvide midler:	
1 Renteindtægter	2	Indestående i depotselskab	1.386
I alt renter og udbytter	2	I alt likvide midler	1.386
2 Kursgevinster og -tab:		Kapitalandele:	
Kapitalandele	882	Inv-beviser i andre danske	
Valutakonti	÷27	inv- og specialforeninger	22.565
Øvrige aktiver/passiver	÷5	Inv-beviser i andre udl.	
3 Handelsomkostninger	÷36	inv- og specialforeninger	19.697
I alt kursgevinster og -tab	814	I alt kapitalandele	42.261
I alt indtægter	816		
4 Administrationsomkostninger	28	Aktiver i alt	43.648
Resultat før skat	788		
Skat	0	Passiver	
Årets nettoresultat	788	5 Medlemmernes formue	43.175
Overskudsdisponering		Anden gæld:	
Overført til formuen	788	Skyldige omkostninger	10
I alt disponeret	788	Mellemvær. vedr. handelsafv.	462
		I alt anden gæld	473
		Passiver i alt	43.648

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	788
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	43.175

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont 80 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK 2015

Indestående i depotselskab	2
I alt renteindtægter	2

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK 2015

Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	508
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	374
Vælutakonti	+27
Øvrige aktiver/passiver	+5
Handelsomkostninger	+36
I alt kursgevinster og -tab	814

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

Bruttohandelsomkostninger	+36
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+36

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	25	0
Fast administrationshonorar	2	0
I alt opdelte adm.omk.	28	0
I alt adm.omkostninger		28

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 10 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Emissioner i året		42.356
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		31
Overførsel af periodens resultat		788
I alt medlemmernes formue		43.175

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	56,4
Øvrige finansielle instrumenter	41,5
I alt finansielle instrumenter	97,9
Øvrige aktiver og passiver	2,1
I alt	100,0

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

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 31.12.2015	Ejerandel 1.000 DKK
EU High Div kl. NOK	5,67	20.863

Horisont 80, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 14. december 2015 blev 1,97 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 3,39 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,42 procentpoint mindre end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldtes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store emissioner i andelsklassen. Modsat gav overvægt af globale aktier i forhold til benchmark fra andelsklassens start et positivt bidrag, idet globale aktier gav et højere afkast end norske aktier på grund af en svækkelse af NOK mod slutningen af året.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (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, 40% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 40% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657328

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	83,3%
Obligationer	13,5%
Øvrige inkl. likvide	3,2%

Horisont 80, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 84 pct. af formuen i aktier og 6 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen - både globalt og i Norge.

Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder - og i særdeleshed Kina - kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016.

Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året,

mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveauet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi - som forventet - yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA - og dermed globalt - over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	1,97
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	3,39
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	101,97
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	479
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,55
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	27.866
Antal andele	-	-	-	-	273.261
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	496
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	17
Klassens resultat	479
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	27.356
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	31
Overførsel af periodens resultat	479
Medlemmernes formue ultimo	27.866
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	273.261
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	273.261

Horisont 80, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 14. december 2015 blev 2,06 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 3,39 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriserne. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

De norske markedsrenter var stabile gennem december 2015, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige norske statsobligationer steg markant i løbet af måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant.

Globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i december, hvor merrenten på specielt obligationer udstedt af lavere ratede amerikanske selskaber steg til årets højeste niveau.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,33 procentpoint mindre end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldtes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store emissioner i andelsklassen. Modsat gav overvægt af globale aktier i forhold til benchmark fra andelsklassens start et positivt bidrag, idet globale aktier gav et højere afkast end norske aktier på grund af en svækkelse af NOK mod slutningen af året.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 84 pct. af formuen i aktier og 6 pct. i udenlandske kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til det globale aktiemarked såvel som det norske, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen - både globalt og i Norge.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (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, 40% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 40% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657401

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	83,3%
Obligationer	13,5%
Øvrige inkl. likvide	3,2%

Horisont 80, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

Vi vurderer, at især én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Men også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016.

Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveauet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi - som forventet - yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA – og dermed globalt – over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	2,06
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	3,39
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	102,06
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	309
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,45
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	15.309
Antal andele	-	-	-	-	150.000
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	320
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	11
Klassens resultat	309
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	15.000
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0
Overførsel af periodens resultat	309
Medlemmernes formue ultimo	15.309
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	150.000
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	150.000

Horisont 100 – Akkumulerende KL

Investerer i danske og udenlandske aktier. Aktier kan maksimalt udgøre 100 pct. 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

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

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

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

Horisont 100 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
14.12.-31.12.2015 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	
		Aktiver	
Renter og udbytter:		Likvide midler:	
1 Renteindtægter	1	Indestående i depotselskab	704
I alt renter og udbytter	1	I alt likvide midler	704
2 Kursgevinster og -tab:		Kapitalandele:	
Kapitalandele	859	Inv.-beviser i andre danske	
Valutakonti	÷33	inv- og specialforeninger	19.915
3 Handelsomkostninger	÷23	Inv-beviser i andre udl.	
I alt kursgevinster og -tab	803	inv- og specialforeninger	12.669
I alt indtægter	804	I alt kapitalandele	32.583
4 Administrationsomkostninger	25		
Resultat før skat	778	Aktiver i alt	33.287
Skat	0		
Årets nettoresultat	778	Passiver	
Overskudsdisponering		5 Medlemmernes formue	33.278
Overført til formuen	778	Anden gæld:	
I alt disponeret	778	Skyldige omkostninger	9
		I alt anden gæld	9
		Passiver i alt	33.287

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	778
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	33.278

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont 100 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK 2015

Indestående i depotselskab	1
I alt renteindtægter	1

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK 2015

Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	584
Inv.-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	275
Valutakonti	+33
Handelsomkostninger	+23
I alt kursgevinster og -tab	803

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

Bruttohandelsomkostninger	+23
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+23

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	24	0
Fast administrationshonorar	2	0
I alt opdelte adm.omk.	25	0
I alt adm.omkostninger		25

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 8 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Emissioner i året		32.493
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		6
Overførsel af periodens resultat		778
I alt medlemmernes formue		33.278

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	52,1
Øvrige finansielle instrumenter	45,8
I alt finansielle instrumenter	97,9
Øvrige akiver og passiver	2,1
I alt	100,0

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

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 31.12.2015
	1.000 DKK
EU High Div kl. NOK	5,09 20.863

Horisont 100, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i globale aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i de specifikke aktier samt i valutaer. Norske aktier skal minimum udgøre 20 pct. af andelsklassens formue og kan maksimalt udgøre 80 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, selskabs-specifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 14. december 2015 blev 2,47 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,21 pct. målt i NOK. Andelsklassens har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50. Afkast i forhold til benchmark i andelsklassens korte levetid viser, at andelsklassen har en tilstrækkelig aktivitet til potentielt at kunne opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og markante fald i olie- og råvarepriser. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,74 procentpoint mindre end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store emissioner i andelsklassen. Modsat gav overvægt af globale aktier i forhold til benchmark fra andelsklassens start et positivt bidrag, idet globale aktier gav et højere afkast end norske aktier på grund af en svækkelse af NOK mod slutningen af året.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har andelsklassen investeret beholdningen i hhv. norske og globale aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til markedsudviklingen i det globale aktiemarked såvel som det norske aktiemarked.

Andelsklassen starter 2016 med en overvægt i aktier på omkring 5 pct. mens vi inden for kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 19 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Andelsklassens undervægt findes inden for svenske stats- og realobligationer samt amerikanske aktier. Andelsklassens er i høj grad eksponeret mod udviklingen i renterne samt olieprisen.

En af de største usikkerheder og risici, vi ser for 2016, er netop udviklingen i råvarepriserne og mere specifikt oliepriserne. Olie har været et meget debatteret emne i 2015, og 2016 ser ikke ud til at ændre på dette. Den primære årsag er, at de makroøkonomiske konsekvenser ved en lavere oliepris begynder at vise sig - og de er en anelse tvetydige. Vi står i den paradoksale situation, at råvarepriserne på den korte bane er skidt for de finansielle markeder, men godt for øko-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: 50% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 50% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657591

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Investeringsbeviser	3,4%
Informationsteknologi	2,6%
Øvrige inkl. likvide	94,0%

Nøgletal

Active share 45,01

Horisont 100, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

nomien. Det kan dog tage lidt tid, før fordelene ved de lavere råvarepriser viser sig i form af lavere arbejdsløshed, højere privatforbrug og bedring i indtjeningen hos specielt de selskaber, hvis omkostninger bliver reduceret.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i 2016. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj økonomisk vækstrate på omkring 2,5 pct. til 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af en lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det forventer vi vil understøtte den økonomiske vækst positivt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten, hvilket vil gavne væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	2,47
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	4,21
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	102,47
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	405
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,80
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	17.905
Antal andele	-	-	-	-	174.735
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	420
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	14
Klassens resultat	405
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	17.493
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	6
Overførsel af periodens resultat	405
Medlemmernes formue ultimo	17.905
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	174.735
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	174.735

Horisont 100, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i globale aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i de specifikke aktier samt i valutaer. Norske aktier skal minimum udgøre 20 pct. af andelsklassens formue og kan maksimalt udgøre 80 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko, risiko for manglende betaling samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 14. december 2015 blev 2,49 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,21 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal og

markante fald i olie- og råvarepriser. Det globale aktiemarked faldt gennem december, hvilket også trak det norske marked med ned.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,72 procentpoint mindre end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store emissioner i andelsklassen. Modsat gav overvægt af globale aktier i forhold til benchmark fra andelsklassens start et positivt bidrag, idet globale aktier gav et højere afkast end norske aktier på grund af en svækkelse af NOK mod slutningen af året.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har andelsklassen investeret beholdningen i hhv. norske og globale aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til markedsudviklingen i det globale aktiemarked såvel som det norske aktiemarked. Andelsklassen starter 2016 med en overvægt i aktier på omkring 5 pct. mens vi inden for kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 19 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Andelsklassens undervægt findes inden for svenske stats- og realobligationer samt amerikanske aktier. Andelsklassens er i høj grad eksponeret mod udviklingen i renterne samt olieprisen.

En af de største usikkerheder og risici, vi ser for 2016, er netop udviklingen i råvarepriserne og mere specifikt oliepriserne. Olie har været et meget debatteret emne i 2015, og 2016 ser ikke ud til at ændre på dette. Den primære årsag er, at de makroøkonomiske konsekvenser ved en lavere oliepris begynder at vise sig - og de er en anelse tvetydige. Vi står i den paradoksale situation, at råvarepriserne på den korte bane er skidt for de finansielle markeder, men godt for økonomien. Det kan dog tage lidt tid, før fordelene ved de lavere råvarepriser viser sig i form af lavere arbejdsløshed, højere privatforbrug og bedring i indtjeningen hos specielt de selskaber, hvis omkostninger bliver reduceret.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: 50% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 50% Oslo Børs Fondsindex (OSEFX)

Fondskode: DK0060657674

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Investeringsbeviser	3,4%
Informationsteknologi	2,6%
Øvrige inkl. likvide	94,0%

Nøgletal

Active share 45,01

Måleperiode: til dec. 2015

Horisont 100, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i 2016. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj økonomisk vækstrate på omkring 2,5 pct. til 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af en lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det forventer vi vil understøtte den økonomiske vækst positivt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveauet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækspotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten, hvilket vil gavne væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu.

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

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	2,49
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	4,21
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	102,49
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	373
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,50
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	15.373
Antal andele	-	-	-	-	150.000
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	384
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	11
Klassens resultat	373
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	15.000
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0
Overførsel af periodens resultat	373
Medlemmernes formue ultimo	15.373
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	150.000
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	150.000

Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2020, klass SEK

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

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

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

Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	4	6	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	4	0	Indestående i depotselskab	12.256	4.585
I alt renter og udbytter	÷1	6	I alt likvide midler	12.256	4.585
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Obligationer	÷38	0	Inv-beviser i andre danske		
Kapitalandele	24.839	16.826	inv- og specialforeninger	133.193	111.165
Valutakonti	821	146	Inv-beviser i andre udl.		
Øvrige aktiver/passiver	0	÷8	inv- og specialforeninger	195.219	212.346
4 Handelsomkostninger	0	÷1	I alt kapitalandele	328.413	323.511
I alt kursgevinster og -tab	25.622	16.962	Andre aktiver:		
I alt indtægter	25.621	16.968	Mellemvær. vedr. handelsafv.	90	572
5 Administrationsomkostninger	4.069	3.817	I alt andre aktiver	90	572
Resultat før skat	21.553	13.150	Aktiver i alt	340.759	328.668
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	21.553	13.150	6 Medlemmernes formue	340.746	328.644
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Overført til formuen	21.553	13.150	Skyldige omkostninger	14	24
I alt disponeret	21.553	13.150	I alt anden gæld	14	24
			Passiver i alt	340.759	328.668

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	4.454	13.150	21.553
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,01	0,24	0,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	315.909	328.644	340.746

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	6
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4	0
I alt renteindtægter	4	6

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	4	0
I alt renteudgifter	4	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷38	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	6.012	8.638
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	18.827	8.188
Væltakonti	821	146
Øvrige aktiver/passiver	0	÷8
Handelsomkostninger	0	÷1
I alt kursgevinster og -tab	25.622	16.962

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	÷1
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	÷1

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	29	8
Managementhonorar	3.655	0	3.426	0
Fast administrationshonorar	414	0	354	0
I alt opdelte adm.omk.	4.069	0	3.810	8
I alt adm.omkostninger		4.069		3.817

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 3.391 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

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

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		328.644		315.909
Emissioner i året		13.405		15.798
Indløsninger i året		÷22.856		÷16.214
Overførsel af periodens resultat		21.553		13.150
I alt medlemmernes formue		340.746		328.644

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	50,0	60,0
Øvrige finansielle instrumenter	46,4	38,5
I alt finansielle instrumenter	96,4	98,4
Øvrige aktiver og passiver	3,6	1,6
I alt	100,0	100,0

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

INV.BEVISER I DANSKE OG UDENLANDSKE INV. OG SPECIALFORENINGER I 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2015		Egenkapital 31.12.2014	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
Globala Realräntor	8,77	107.362	10,93	84.698

Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer, hvor fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af andelsklasseens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 2,82 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 3,75 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske

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

Markedet

Det globale aktiemarked gav et pænt afkast i 2015, men med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder faldt markant i andet halvår og ender med negativt afkast for hele 2015. Udviklingen skyldes især uro omkring økonomisk vækst i Kina.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af store udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne negativt, da en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet i håb om at stimulere den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast endte på 2,82 pct., hvilket var 0,93 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Andelsklassens investeringer kan inddeles i tre aktivklasser: Aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast, mens bidragene lå mere spredt i forhold til benchmarkafkastet.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: 18,0% SIXPRX, 27,0% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 45,0% OMRX Total

Fondskode: DK0060506897

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	45,8%
Obligationer	50,6%
Øvrige inkl. likvide	3,6%

Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Aktiekomponenten var andelsklassens mest positive bidragsyder til afkastet, hvor specielt andelsklassens svenske og globale aktieeksponering gav pæne afkast. Andelsklassens andel af aktier varierede i løbet af året mellem 43 pct. og 57 pct.

På obligationssiden bidrog både svenske højtratede virksomhedsobligationer samt stats- og realkreditobligationer yderst positivt til porteføljen. Andelen af disse obligationer lå mellem 19 pct. og 24 pct.

Virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder bidrog ligeledes positivt til porteføljen, men dog med et mere beskedent afkast. Andelen af kreditobligationer lå mellem 19 pct. og 27 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Andelsklassen starter 2016 med en overvægt i aktier på omkring 5 pct. mens vi inden for kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 19 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Andelsklassens undervægt findes inden for svenske stats- og realobligationer samt amerikanske aktier. Andelsklassens er i høj grad eksponeret mod udviklingen i renterne samt olieprisen.

En af de største usikkerheder og risici, vi ser for 2016, er netop udviklingen i råvarepriserne og mere specifikt oliepriserne. Olie har været et meget debatteret emne i 2015, og 2016 ser ikke ud til at ændre på dette. Den primære årsag er, at de makroøkonomiske konsekvenser ved en lavere oliepris begynder at vise sig – og de er en anelse tvetydige. Vi står i den paradoksale situation, at råvarepriserne på den korte bane er skidt for de finansielle markeder, men godt for økonomien. Det kan dog tage lidt tid, før fordelene ved de lavere råvarepriser viser sig i form af lavere arbejdsløshed, højere privatforbrug og bedring i indtjeningen hos specielt de selvskabere, hvis omkostninger bliver reduceret.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i 2016. Andelsklassen har en overvægt i aktier og kreditobligationer, hvilket er finansieret igennem en undervægt i svenske statsobligationer. Inden for aktier har vi primært en overvægt i europæiske aktier og en undervægt i amerikanske aktier. Inden for kreditobligationer fastholder vi vores overvægt til virksomhedsobligationer, hvor vi primært ser muligheder inden for det europæiske marked.

Kombinationen af stærk økonomisk vækst i USA og faldende råvarepriser vil specielt komme eurolandene til gode. Selvom vi mener, at det europæiske banksystem vil være den primære drivkraft for fortsat pæn økonomisk vækst i euroområdet i nærheden af 2 pct., så bliver Europa også hjulpet af eventuelle prisfald på råvarer og eventuelt højere amerikanske renter, som vil føre til en svækkelse af EUR. Samtidig er eurozonen blandt de få store økonomier, hvor der stadig er meget ledig kapacitet, hvilket betyder, at pengepolitikken vil være exceptionel lempelig i 2016.

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

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
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	3,91	11,76	2,82
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	3,73	14,21	3,75
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	103,91	116,13	119,40
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	4.454	13.150	21.553
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,21	1,18	1,18
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	315.909	328.644	340.746
Antal andele	-	-	3.606.675	3.600.076	3.502.080
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	25.621	16.939
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	4.069	3.788
Klassens resultat	21.553	13.150
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	328.644	315.909
Emissioner i året	13.405	15.798
Indløsninger i året	+22.856	+16.214
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	21.553	13.150
Medlemmernes formue ultimo	340.746	328.644
Antal andele		
Andele primo året	3.600.076	3.606.675
Emissioner i året	137.310	175.135
Indløsninger i året	+235.306	+181.735
Andele ultimo året	3.502.080	3.600.076

Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2030, klass SEK

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

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

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

Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3	8	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	4	1	Indestående i depotselskab	11.689	5.595
I alt renter og udbytter	÷1	7	I alt likvide midler	11.689	5.595
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Obligationer	÷27	0	Inv-beviser i andre danske		
Kapitalandele	40.878	32.506	inv- og specialforeninger	184.911	149.778
Valutakonti	733	203	Inv-beviser i andre udl.		
Øvrige aktiver/passiver	0	÷8	inv- og specialforeninger	260.803	264.479
4 Handelsomkostninger	÷2	÷1	I alt kapitalandele	445.714	414.257
I alt kursgevinster og -tab	41.583	32.700	Andre aktiver:		
I alt indtægter	41.582	32.707	Mellemvær. vedr. handelsafv.	345	933
5 Administrationsomkostninger	6.314	5.568	I alt andre aktiver	345	933
Resultat før skat	35.268	27.139	Aktiver i alt	457.748	420.785
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	35.268	27.139	6 Medlemmernes formue	457.732	420.750
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Overført til formuen	35.268	27.139	Skyldige omkostninger	17	35
I alt disponeret	35.268	27.139	I alt anden gæld	17	35
			Passiver i alt	457.748	420.785

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	11.029	27.139	35.268
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,00	0,23	0,18
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	388.477	420.750	457.732

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	8
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3	0
I alt renteindtægter	3	8

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	4	1
I alt renteudgifter	4	1

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷27	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	10.467	14.200
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	30.411	18.306
Valutakonti	733	203
Øvrige aktiver/passiver	0	÷8
Handelsomkostninger	÷2	÷1
I alt kursgevinster og -tab	41.583	32.700

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
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

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	35	10
Managementhonorar	5.765	0	5.080	0
Fast administrationshonorar	549	0	443	0
I alt opdeltede adm.omk.	6.314	0	5.558	10
I alt adm.omkostninger		6.314		5.568

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 5.201 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

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

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		420.750		388.477
Emissioner i året		28.512		28.129
Indløsninger i året		÷26.798		÷22.995
Overførsel af periodens resultat		35.268		27.139
I alt medlemmernes formue		457.732		420.750

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2015		2014	
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter		47,9		57,1
Øvrige finansielle instrumenter		49,5		41,3
I alt finansielle instrumenter		97,4		98,5
Øvrige aktiver og passiver		2,6		1,5
I alt		100,0		100,0

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

INV.BEVISER I DANSKE OG UDENLANDSKE INV. OG SPECIALFORENINGER I 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2015		Egenkapital 31.12.2014	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
GI Eq Sol-kl SEK W	0,00	0	7,00	490.919
Sweden Indx Fund SEK	7,61	235.200	0,00	0

Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 4,57 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 5,73 pct. målt i SEK. andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske

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

Markedet

Det globale aktiemarked gav et pænt afkast i 2015, men med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder faldt markant i andet halvår og ender med negativt afkast for hele 2015. Udviklingen skyldes især uro omkring økonomisk vækst i Kina.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af store udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. Olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne negativt, da en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet i håb om at stimulere den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,16 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Andelsklassens investeringer kan inddeles i tre aktivklasser: Aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast, mens bidragene lå mere spredt i forhold til benchmarkafkastet.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (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: DK0060506970

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	77,4%
Obligationer	20,1%
Øvrige inkl. likvide	2,6%

Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL

Aktiekomponenten var andelsklassens mest positive bidragsyder til afkastet, hvor specielt andelsklassens svenske og globale aktieeksponering gav pæne afkast. Andelsklassens andel af aktier varierede i løbet af året mellem 74 pct. og 84 pct.

På obligationssiden bidrog både svenske højtratede virksomhedsobligationer samt stats- og realkreditobligationer yderst positivt til porteføljen. Andelen af disse obligationer lå mellem 1 pct. og 4 pct.

Virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder bidrog ligeledes positivt til porteføljen, men dog med et mere beskedent afkast. Andelen af kreditobligationer lå mellem 11 pct. og 20 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen starter 2016 med en overvægt i aktier på omkring 5 pct. mens vi inden for kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 19 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Andelsklassens undervægt findes inden for svenske stats- og realobligationer samt amerikanske aktier. Andelsklassens er i høj grad eksponeret mod udviklingen i renterne samt olieprisen.

En af de største usikkerheder og risici, vi ser for 2016, er netop udviklingen i råvarepriserne og mere specifikt oliepriserne. Olie har været et meget debatteret emne i 2015, og 2016 ser ikke ud til at ændre på dette. Den primære årsag er, at de makroøkonomiske konsekvenser ved en lavere oliepris begynder at vise sig - og de er en anelse tvetydige. Vi står i den paradoksale situation, at råvarepriserne på den korte bane er skidt for de finansielle markeder, men godt for økonomien. Det kan dog tage lidt tid, før fordelene ved de lavere råvarepriser viser sig i form af lavere arbejdsløshed, højere privatforbrug og bedring i indtjeningen hos specielt de selvskaber, hvis omkostninger bliver reduceret.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i 2016. Andelsklassen har en overvægt i aktier og kreditobligationer, hvilket er finansieret igennem en undervægt i svenske statsobligationer. Inden for aktier har vi primært en overvægt i europæiske aktier og en undervægt i amerikanske aktier. Inden for kreditobligationer fastholder vi vores overvægt til virksomhedsobligationer, hvor vi primært ser muligheder inden for det europæiske marked.

Kombinationen af stærk økonomisk vækst i USA og faldende råvarepriser vil specielt komme eurolandene til gode. Selvom vi mener, at det europæiske banksystem vil være den primære drivkraft for fortsat pæn økonomisk vækst i euroområdet i nærheden af 2 pct., så bliver Europa også hjulpet af eventuelle prisfald på råvarer og eventuelt højere amerikanske renter, som vil føre til en svækkelse af EUR. Samtidig er eurozonen blandt de få store økonomier, hvor der stadig er meget ledig kapacitet, hvilket betyder, at pengepolitikken vil være exceptionel lempelig i 2016.

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

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
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	5,43	14,79	4,57
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	4,90	18,54	5,73
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	105,43	121,02	126,56
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	11.029	27.139	35.268
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,39	1,38	1,38
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	388.477	420.750	457.732
Antal andele	-	-	4.370.997	4.422.628	4.438.463
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	41.582	32.672
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	6.314	5.533
Klassens resultat	35.268	27.139
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	420.750	388.477
Emissioner i året	28.512	28.129
Indløsninger i året	+26.798	+22.995
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	35.268	27.139
Medlemmernes formue ultimo	457.732	420.750
Antal andele		
Andele primo året	4.422.628	4.370.997
Emissioner i året	274.356	303.541
Indløsninger i året	+258.521	+251.911
Andele ultimo året	4.438.463	4.422.628

Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2040, klass SEK

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

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

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

Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	2	4	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	2	0	Indestående i depotselskab	5.601	3.571
I alt renter og udbytter	0	4	I alt likvide midler	5.601	3.571
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Obligationer	÷21	0	Inv-beviser i andre danske		
Kapitalandele	19.564	15.658	inv- og specialforeninger	93.897	74.333
Valutakonti	518	82	Inv-beviser i andre udl.		
Øvrige aktiver/passiver	0	÷7	inv- og specialforeninger	136.019	127.134
4 Handelsomkostninger	÷1	÷1	I alt kapitalandele	229.916	201.467
I alt kursgevinster og -tab	20.061	15.732	Andre aktiver:		
I alt indtægter	20.061	15.736	Mellemvær. vedr. handelsafv.	284	875
5 Administrationsomkostninger	3.178	2.690	I alt andre aktiver	284	875
Resultat før skat	16.883	13.046	Aktiver i alt	235.801	205.913
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	16.883	13.046	6 Medlemmernes formue	235.796	205.896
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Overført til formuen	16.883	13.046	Skyldige omkostninger	5	18
I alt disponeret	16.883	13.046	I alt anden gæld	5	18
			Passiver i alt	235.801	205.913

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	5.220	13.046	16.883
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,00	0,19	0,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	185.893	205.896	235.796

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	4
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2	0
I alt renteindtægter	2	4

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	2	0
I alt renteudgifter	2	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷21	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	5.268	6.953
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	14.296	8.705
Vælutakonti	518	82
Øvrige aktiver/passiver	0	÷7
Handelsomkostninger	÷1	÷1
I alt kursgevinster og -tab	20.061	15.732

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷1	÷1
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1	÷1

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	18	5
Managementhonorar	2.902	0	2.453	0
Fast administrationshonorar	276	0	214	0
I alt opdelte adm.omk.	3.178	0	2.685	5
I alt adm.omkostninger		3.178		2.690

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 2.569 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		205.896		185.893
Emissioner i året		29.503		22.157
Indløsninger i året		÷16.485		÷15.202
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		1
Overførsel af periodens resultat		16.883		13.046
I alt medlemmernes formue		235.796		205.896

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	48,8	56,6
Øvrige finansielle instrumenter	48,7	41,3
I alt finansielle instrumenter	97,5	97,8
Øvrige aktiver og passiver	2,5	2,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så usving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 4,52 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 5,73 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske

nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det globale aktiemarked gav et pænt afkast i 2015, men med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder faldt markant i andet halvår og ender med negativt afkast for hele 2015. Udviklingen skyldes især uro omkring økonomisk vækst i Kina.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af store udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne negativt, da en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet i håb om at stimulere den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,21 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Andelsklassens investeringer kan inddeles i tre aktivklasser: Aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast, mens bidragene lå mere spredt i forhold til benchmarkafkastet.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator [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

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Aktier	78,1%
Obligationer	19,5%
Øvrige inkl. likvide	2,4%

Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Aktiekomponenten var andelsklassens mest positive bidragsyder til afkastet, hvor specielt andelsklassens svenske og globale aktieeksponering gav pæne afkast. Andelsklassens andel af aktier varierede i løbet af året mellem 74 pct. og 84 pct.

På obligationssiden bidrog både svenske højtratede virksomhedsobligationer samt stats- og realkreditobligationer yderst positivt til porteføljen. Andelen af disse obligationer lå mellem 1 pct. og 4 pct.

Virksomhedsobligationer samt obligationer fra nye markeder bidrog ligeledes positivt til porteføljen, men dog med et mere beskedent afkast. Andelen af kreditobligationer lå mellem 11 pct. og 20 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen starter 2016 med en overvægt i aktier på omkring 5 pct. mens vi inden for kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 19 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Andelsklassens undervægt findes inden for svenske stats- og realobligationer samt amerikanske aktier. Andelsklassens er i høj grad eksponeret mod udviklingen i renterne samt olieprisen.

En af de største usikkerheder og risici, vi ser for 2016, er netop udviklingen i råvarepriserne og mere specifikt oliepriserne. Olie har været et meget debatteret emne i 2015, og 2016 ser ikke ud til at ændre på dette. Den primære årsag er, at de makroøkonomiske konsekvenser ved en lavere oliepris begynder at vise sig – og de er en anelse tvetydige. Vi står i den paradoksale situation, at råvarepriserne på den korte bane er skidt for de finansielle markeder, men godt for økonomien. Det kan dog tage lidt tid, før fordelene ved de lavere råvarepriser viser sig i form af lavere arbejdsløshed, højere privatforbrug og bedring i indtjeningen hos specielt de selvskaber, hvis omkostninger bliver reduceret.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder samt lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i 2016. Andelsklassen har en overvægt i aktier og kreditobligationer, hvilket er finansieret igennem en undervægt i svenske statsobligationer. Inden for aktier har vi primært en overvægt i europæiske aktier og en undervægt i amerikanske aktier. Inden for kreditobligationer fastholder vi vores overvægt til virksomhedsobligationer, hvor vi primært ser muligheder inden for det europæiske marked.

Kombinationen af stærk økonomisk vækst i USA og faldende råvarepriser vil specielt komme eurolandene til gode. Selvom vi mener, at det europæiske banksystem vil være den primære drivkraft for fortsat pæn økonomisk vækst i euroområdet i nærheden af 2 pct., så bliver Europa også hjulpet af eventuelle prisfald på råvarer og eventuelt højere amerikanske renter, som vil føre til en svækkelse af EUR. Samtidig er eurozonen blandt de få store økonomier, hvor der stadig er meget ledig kapacitet, hvilket betyder, at pengepolitikken vil være exceptionel lempelig i 2016.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	5,41	14,79	4,52
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	4,90	18,54	5,73
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	105,41	121,00	126,48
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	5.220	13.046	16.883
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,39	1,39	1,38
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	185.893	205.896	235.796
Antal andele	-	-	2.092.025	2.164.625	2.287.935
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	20.061	15.717
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.178	2.671
Klassens resultat	16.883	13.046
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	205.896	185.893
Emissioner i året	29.503	22.157
Indløsninger i året	÷ 16.485	÷ 15.202
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	1
Overførsel af periodens resultat	16.883	13.046
Medlemmernes formue ultimo	235.796	205.896
Antal andele		
Andele primo året	2.164.625	2.092.025
Emissioner i året	282.316	239.299
Indløsninger i året	÷ 159.006	÷ 166.699
Andele ultimo året	2.287.935	2.164.625

Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Investerer i obligationer, herunder virksomhedsobligationer. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont Rente Konservativ, klasse NOK
- Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I

Samlet regnskab omregnet til norske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i norske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
14.12.-31.12.2015 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1	Renteindtægter 23		
	I alt renter og udbytter 23	Likvide midler:	
2	Kursgevinster og -tab:	Indestående i depotselskab	17.563
	Obligationer 29	I alt likvide midler 17.563	
	Kapitalandele ÷6	Obligationer:	
3	Handelsomkostninger ÷15	Not. obl. fra udl. udstedere	29.226
	I alt kursgevinster og -tab 8	I alt obligationer 29.226	
	I alt indtægter 31	Kapitalandele:	
4	Administrationsomkostninger 7	Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	7.842
	Resultat før skat 23	I alt kapitalandele 7.842	
	Skat 0	Andre aktiver:	
	Årets nettoresultat 23	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	290
	Overskudsdisponering	I alt andre aktiver 290	
	Overført til formuen 23	Aktiver i alt 54.922	
	I alt disponeret 23	Passiver	
		5 Medlemmernes formue	50.976
		Anden gæld:	
		Skyldige omkostninger	6
		Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.940
		I alt anden gæld 3.946	
		Passiver i alt 54.922	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	23
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	50.976

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK 2015

Indestående i depotselskab	3
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	20
I alt renteindtægter	23

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	29
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	÷6
Handelsomkostninger	÷15
I alt kursgevinster og -tab	8

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

Bruttohandelsomkostninger	÷15
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷15

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	5	0
Fast administrationsonorar	2	0
I alt opdelte adm.omk.	7	0
I alt adm.omkostninger		7

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 1 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationsonorar og et managementonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationsonoraret udgør et "fast administrationsonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationsonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Emissioner i året		50.931
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		21
Overførsel af periodens resultat		23
I alt medlemmernes formue		50.976

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	57,3
Øvrige finansielle instrumenter	15,4
I alt finansielle instrumenter	72,7
Øvrige akiver og passiver	27,3
I alt	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Horisont Rente Konservativ, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.no.

Risikoprofil

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 pct. af formuen. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder/emerging markeds, event-risici, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afkastet siden andelsklassens blev introduceret den 14. december 2015 blev 0,11 pct. målt i NOK, mens benchmark

faldt 0,07 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal samt markante fald i olie- og råvarepriserne. De norske markedsrenter var stabile gennem måneden, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til traditionelle norske statsobligationer steg markant over måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en afventende holdning fra mange større investorer til, at kurserne faldt markant tilbage.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,18 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store løbende emissioner i afdelingen.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 9 pct. af formuen i nordiske kreditobligationer. Den resterende del af formuen var investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i virksomheder samt risikoen i forhold til renteudviklingen i Europa, men specielt i Norge.

Vi vurderer, at særligt én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang ved indgangen til 2016, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af

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: DK0060657757

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	34,4%
1-3 år	14,7%
3-5 år	18,8%
Øvrige inkl. likvide	32,1%

Horisont Rente Konservativ, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

de drastiske fald i råvarepriserne, ligesom også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi, at den globale økonomi endnu engang kommer til at gøre det ganske pænt. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugs-vækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at væksten falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditpræmierne tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,11
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,07
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,11
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	16
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,50
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	20.606
Antal andele	-	-	-	-	205.825
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	20
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	4
Klassens resultat	16
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	20.584
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	6
Overførsel af periodens resultat	16
Medlemmernes formue ultimo	20.606
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	205.825
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	205.825

Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

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 pct. af formuen. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder/emerging markets, event-risici, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start den 14. december 2015 blev 0,12 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 0,07 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke tilstrækkelig tidshorisont til at lave en meningsfuld evaluering af afkastet.

Markedet

Årets sidste måned blev præget af store udsving på de finansielle markeder, der især kan tilskrives usikkerhed omkring effekterne af højere amerikanske renter, svage nøgletal samt markante fald i olie- og råvarepriserne. De norske markedsrenter var stabile gennem måneden, mens merrenten på norske kreditobligationer i forhold til traditionelle norske statsobligationer steg markant over måneden og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. Øget usikkerhed og fald i olieprisen bidrog sammen med en forventende holdning fra mange større investorer til, at kursene faldt markant tilbage.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,19 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Merafkastet skyldtes hovedsageligt en høj andel af kontanter som følge af store løbende emissioner i afdelingen.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 havde andelsklassen investeret 9 pct. af formuen i nordiske kreditobligationer. Den resterende del af formuen var investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen i Europa, men specielt i Norge.

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

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	34,4%
1-3 år	14,7%
3-5 år	18,8%
Øvrige inkl. likvide	32,1%

Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Vi vurderer, at særligt én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang ved indgangen til 2016, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne, ligesom også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi, at den globale økonomi endnu engang kommer til at gøre det ganske pænt. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugs-vækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at væksten falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer

omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditpræmierne tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,12
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,07
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	100,12
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	7
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,35
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	30.370
Antal andele	-	-	-	-	303.324
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	10
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	3
Klassens resultat	7
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	30.347
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	15
Overførsel af periodens resultat	7
Medlemmernes formue ultimo	30.370
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	303.324
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	303.324

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

Samlet regnskab omregnet til norske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i norske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 NOK	1.1.-31.12.2014 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	31.12.2014 1.000 NOK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	194.907	136.047	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	21	0	Indestående i depotselskab	130.100	171.728
I alt renter og udbytter	194.886	136.047	I alt likvide midler	130.100	171.728
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷207.164	58.329	Not. obl. fra udl. udstedere	6.189.720	6.666.556
Kapitalandele	44.259	113.063	Unoterede obligationer	29.842	30.145
Afledte finansielle instr.	3.814	÷6.445	I alt obligationer	6.219.562	6.696.701
Valutakonti	383	÷750	Kapitalandele:		
4 Handelsomkostninger	÷281	0	Inv-beviser i andre danske		
I alt kursgevinster og -tab	÷158.989	164.197	inv- og specialforeninger	1.762.303	1.641.064
I alt indtægter	35.897	300.244	Inv-beviser i andre udl.		
5 Administrationsomkostninger	55.723	37.588	inv- og specialforeninger	80.315	84.512
Resultat før skat	÷19.826	262.656	I alt kapitalandele	1.842.619	1.725.575
Skat	0	0	Andre aktiver:		
Årets nettoresultat	÷19.826	262.656	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	41.250	44.679
Overskudsdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	42.051	0
Overført til formuen	÷19.826	262.656	I alt andre aktiver	83.301	44.679
I alt disponeret	÷19.826	262.656	Aktiver i alt	8.275.582	8.638.683
			Passiver		
			6 Medlemmernes formue	8.257.927	8.626.256
			Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	2.454	5.298
			I alt afledte finansielle instr.	2.454	5.298
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	2.116	1.177
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	13.085	5.951
			I alt anden gæld	15.201	7.128
			Passiver i alt	8.275.582	8.638.683

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	15.157	262.656	÷19.826
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,07	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	2.531.408	8.626.256	8.257.927

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK	2015	2014
Indestående i depotselskab	1.927	2.836
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	1.254
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	192.024	131.837
Unoterede obligationer	651	114
Andre renteindtægter	305	6
I alt renteindtægter	194.907	136.047

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 NOK	2015	2014
Andre renteudgifter	21	0
I alt renteudgifter	21	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷206.861	58.352
Unoterede obligationer	÷304	÷23
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	37.037	107.763
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	7.222	5.301
Terminforretninger/futures m.m.	3.814	÷6.445
Valutakonti	383	÷750
Handelsomkostninger	÷281	0
I alt kursgevinster og -tab	÷158.989	164.197

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷281	÷443
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	443
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷281	0

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	41	49
Managementhonorar	45.612	0	31.531	0
Fast administrationshonorar	10.111	0	5.966	0
I alt opdeltede adm.omk.	55.723	0	37.539	49
I alt adm.omkostninger		55.723		37.588

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 3.734 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et fast administrationshonorar som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014		
	Antal andele	Formueværdi	Antal andele	Formueværdi
	i 1.000 NOK		i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo		8.626.256		2.531.408
Emissioner i året		6.038.703		8.318.047
Indløsninger i året		÷6.399.479		÷2.492.670
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		12.273		6.815
Overførsel af periodens resultat		÷19.826		262.656
I alt medlemmernes formue		8.257.927		8.626.256

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	78,0	85,5
Øvrige finansielle instrumenter	19,6	12,0
I alt finansielle instrumenter	97,6	97,6
Øvrige aktiver og passiver	2,4	2,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank A/S 09/16 FRN	0	20.283
Danske Bank A/S 14/19 FRN	48.555	49.869
Danske Bank A/S 13/18 FRN	14.954	15.267
I alt	63.509	85.419

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

INV.BEVISER I DANSKE OG UDENLANDSKE INV. OG SPECIALFORENINGER I 1.000 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		Egenkapital	
	Ejerandel	31.12.2015	Ejerandel	31.12.2014
	1.000 DKK		1.000 DKK	
No Ko Obl, kl NOK	22,75	68.633	39,94	39.224
NyeMarOblV-Ak kl DKK	0,00	0	10,66	1.567.928
No Kr Obl, kl NOK h	18,31	1.019.468	57,96	352.605
USHiYiBo-kiDKK	0,00	0	6,65	658.974
NyeMarOb-kl NOK h	96,80	346.314	99,98	391.577
GI Real Ob, kl NOK h	99,98	12.245	96,32	13.466
GI HY Obl, kl. NOK h	99,99	224.108	0,00	0
NyeMarOblV kl NOK	100,00	50.791	0,00	0
Norway Indx Fund NOK	18,22	26.301	0,00	0
Eu HY Obl-kl. NOK h	75,47	492.974	0,00	0
Global AC Index NOK	94,04	13.543	0,00	0

Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.no.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter. Dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i alle typer aktier, obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK, så udsving i valutakurserne påvirker kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,20 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 1,53 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015 på grund af stigende global usikkerhed og øgede merrente på norske kreditobligationer i forhold til sammenlignelige statsobligationer (kreditspænd).

Markedet

Det globale aktiemarked gav samlet set et pænt afkast i 2015, men ligesom året før var der store forskelle på afkast

imellem de enkelte lande og regioner. Aktier fra nye markeder tabte specielt i andet halvår markant værdi blandt andet på grund af usikkerhed omkring den økonomiske vækst i Kina, og de sluttede året med et negativt afkast.

Markederne for globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i løbet af året. 2015 startede med positive afkast, men i løbet af andet kvartal faldt kurserne tilbage. Den negative udvikling fortsatte det meste af efteråret, hvilket bl.a. var båret af usikkerhed om den kinesiske valuta og fald i råvarepriserne, hvor især oliens dramatiske nedtur stjal overskrifterne mod slutningen af året. Det gik især hårdt ud over obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta, der måtte notere store kursfald over året som helhed efter et ellers stærkt første kvartal.

Kombinationen af øget global usikkerhed, faldende oliepris og udsigten til stigende amerikanske renter var også med til at øge kreditspændene på virksomhedsobligationer markant i andet halvår. Især kurserne på lavere ratede amerikanske virksomhedsobligationer blev trukket ned af en høj direkte og indirekte eksponering mod energisektoren, der betød et markant negativt afkast for året. Modsat betød de pengepolitiske tiltag fra Den Europæiske Centralbank, ECB, at renterne i Europa faldt over året. Samtidig blev efterspørgslen efter europæiske virksomhedsobligationer holdt oppe af investorenes jagt på afkast, hvilket var medvirkende til, at europæiske obligationer klarede sig væsentlig bedre end amerikanske i 2015.

De norske renter steg gennem første halvår i takt med, at de økonomiske udsigter blev bedre, herunder en stigende oliepris. Billedet vendte dog markant hen over sommeren, hvor den globale usikkerhed også påvirkede det norske marked i negativ retning. Kreditspændene på norske kreditobligationer steg kraftigt i andet halvår og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. En reduceret egenbeholdning hos mange aktører i markedet og en afventende holdning fra mange større investorer bidrog til at meget af likviditeten i markedet forsvandt, og kurserne faldt markant tilbage trods faldende renter i andet halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,73 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det lavere merafkast skyldes hovedsa-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 4

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

Porteføljeargiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	48,5%
1-3 år	7,0%
3-5 år	32,7%
5-10 år	7,2%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,24
Standardafvigelse	1,89
Tracking error	1,48
Information Ratio	-0,47
Sharpe Ratio (benchm.)	3,18
Standardafvigelse (benchm.)	0,98

Måleperiode: Okt. 2013 til dec. 2015

Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

geligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig dårligere end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et lavere afkast end statsobligationer i perioden grundet øgede kreditspænd.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens negative merafkast var en overvægt af lavere ratede globale virksomhedsobligationer, som omfatter en væsentlig andel af amerikanske energirelaterede selskaber. I takt med at usikkerheden steg, og olieprisen dykkede til historisk lave niveauer mod slutningen af året, steg kreditspænd, og kurserne faldt tilbage.

Andelsklassen har gennem året haft en svag overvægt af internationale kreditobligationer, der har bidraget negativt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Inden for kreditobligationer var der positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder, der steg mere end benchmark.

En række af de underliggende fonde gav høje positive afkast i 2015. Især Danske Invest Global StockPicking skilte sig ud med et afkast på over 18 pct. målt i NOK, men også Danske Invest Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, NOK h bidrog særdeles positivt med afkast på hhv. 2,2 pct. målt i NOK og 2,9 pct. målt i NOK. Største negative afkast kom fra Danske Invest Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h med et negativt afkast på 5,5 pct. målt i NOK.

I andet kvartal solgte vi hovedparten af beholdningen af obligationer fra nye markeder i lokalvaluta, og vi har gennem året løbende reduceret andelen af norske obligationer. Andelen af lavt ratede virksomhedsobligationer og nordiske kreditobligationer er øget tilsvarende, mens beholdningen af aktier er uændret i perioden.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har andelsklassen investeret 19 pct. af beholdningen i internationale obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at særligt én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang ved indgangen til 2016, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne, ligesom også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder - og i særdeleshed Kina - kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi, at den globale økonomi endnu engang kommer til at gøre det ganske pænt. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde, med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi - som forventet - yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA - og dermed globalt - over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	1,03	4,82	÷0,20
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	1,06	4,75	1,53
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	101,03	105,90	105,69
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	8.000	53.644	÷3.874
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,72	0,74	0,74
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	1.055.099	1.440.539	1.294.880
Antal andele	-	-	10.443.480	13.602.747	12.252.048
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.410	62.528
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	11.284	8.883
Klassens resultat	÷3.874	53.644
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	1.440.539	1.055.099
Emissioner i året	598.347	1.312.471
Indløsninger i året	÷741.484	÷981.777
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.352	1.101
Overførsel af periodens resultat	÷3.874	53.644
Medlemmernes formue ultimo	1.294.880	1.440.539
Antal andele		
Andele primo året	13.602.747	10.443.480
Emissioner i året	5.605.871	12.673.509
Indløsninger i året	÷6.956.569	÷9.514.242
Andele ultimo året	12.252.048	13.602.747

Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.no.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter. Dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i alle typer aktier, obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK, så udsving i valutakurserne påvirker kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 0,06 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 1,53 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har kun netop indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015 på grund af stigende global usikkerhed og øgede risikopræmier på norske kreditobligationer.

Markedet

Det globale aktiemarked gav samlet set et pænt afkast i 2015, men ligesom året før var der store forskelle på afkast imellem de enkelte lande og regioner. Aktier fra nye markeder

tabte specielt i andet halvår markant værdi blandt andet på grund af usikkerhed omkring den økonomiske vækst i Kina, og de sluttede året med et negativt afkast.

Markederne for globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i afkastet i løbet af året. 2015 startede med positive afkast, men i løbet af andet kvartal faldt kurserne tilbage. Den negative udvikling fortsatte det meste af efteråret, hvilket bl.a. var på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta og fald i råvarepriserne, hvor især oliens dramatiske nedtur stjal overskrifterne mod slutningen af året. Det gik især hårdt ud over obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta, der måtte notere store kursfald over året som helhed efter et ellers stærkt første kvartal.

Kombinationen af øget global usikkerhed, faldende oliepris og udsigten til stigende amerikanske renter var også med til at øge kreditspændene på virksomhedsobligationer markant i andet halvår. Især kurserne på lavere ratede amerikanske virksomhedsobligationer blev trukket ned af en høj direkte og indirekte eksponering mod energisektoren, der betød et markant negativt afkast for året. Modsat betød de pengepolitiske tiltag fra Den Europæiske Centralbank, ECB, at renterne i Europa faldt over året. Samtidig blev efterspørgslen efter europæiske virksomhedsobligationer holdt oppe af investorernes jagt på afkast, hvilket var medvirkende til, at europæiske obligationer klarede sig væsentlig bedre end amerikanske i 2015.

De norske renter steg gennem første halvår i takt med, at de økonomiske udsigter blev bedre, herunder en stigende oliepris. Billedet vendte dog markant hen over sommeren, hvor den globale usikkerhed også påvirkede det norske marked i negativ retning. Kreditspændene på norske kreditobligationer steg kraftigt i andet halvår og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. En reduceret egenbeholdning hos mange aktører i markedet og en afventende holdning fra mange større investorer bidrog til at meget af likviditeten i markedet forsvandt, og kurserne faldt markant tilbage trods faldende renter i andet halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,47 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det lavere merafkast skyldes hovedsa-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator [1-7]: 4
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	48,5%
1-3 år	7,0%
3-5 år	32,7%
5-10 år	7,2%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,36
Standardafvigelse	1,88
Tracking error	1,48
Information Ratio	-0,33
Sharpe Ratio (benchm.)	3,18
Standardafvigelse (benchm.)	0,98

Måleperiode: Okt. 2013 til dec. 2015

Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

geligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig dårligere end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et lavere afkast end statsobligationer i perioden grundet øgede kreditspænd.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens negative merafkast var en overvægt af lavere ratede globale virksomhedsobligationer, som omfatter en væsentlig andel af amerikanske energirelaterede selskaber. I takt med at usikkerheden steg, og olieprisen dykkede til historisk lave niveauer mod slutningen af året, steg kreditspænd, og kurserne faldt tilbage.

Andelsklassen har gennem året haft en svag overvægt af internationale kreditobligationer, der har bidraget negativt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Inden for kreditobligationer var der positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder, der steg mere end benchmark.

En række af de underliggende fonde gav høje positive afkast i 2015. Især Danske Invest Global StockPicking skilte sig ud med et afkast på over 18 pct. målt i NOK, men også Danske Invest Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, NOK h bidrog særdeles positivt med afkast på hhv. 2,2 pct. målt i NOK og 2,9 pct. målt i NOK. Største negative afkast kom fra Danske Invest Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h med et negativt afkast på 5,5 pct. målt i NOK.

I andet kvartal solgte vi hovedparten af beholdningen af obligationer fra nye markeder i lokalvaluta, og vi har gennem året løbende reduceret andelen af norske obligationer. Andelen af lavt ratede virksomhedsobligationer og nordiske kreditobligationer er øget tilsvarende, mens beholdningen af aktier er uændret i perioden.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har andelsklassen investeret 19 pct. af beholdningen i internationale obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at særligt én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang ved indgangen til 2016, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne, ligesom også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder - og i særdeleshed Kina - kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi, at den globale økonomi endnu engang kommer til at gøre det ganske pænt. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde, med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderrum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugs-vækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi - som forventet - yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA - og dermed globalt - over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	0,80	5,00	0,06
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	0,67	4,75	1,53
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	100,81	105,85	105,91
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	6.817	184.931	÷3.195
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,56	0,57	0,50
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	1.203.605	6.405.061	4.894.942
Antal andele	-	-	11.939.843	60.513.163	46.218.410
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	33.938	210.018
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	37.133	25.087
Klassens resultat	÷3.195	184.931
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	6.405.061	1.203.605
Emissioner i året	3.605.948	6.214.468
Indløsninger i året	÷5.121.426	÷1.202.940
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	8.555	4.997
Overførsel af periodens resultat	÷3.195	184.931
Medlemmernes formue ultimo	4.894.942	6.405.061
Antal andele		
Andele primo året	60.513.163	11.939.843
Emissioner i året	33.739.272	60.105.570
Indløsninger i året	÷48.034.024	÷11.532.251
Andele ultimo året	46.218.410	60.513.163

Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.no.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter. Dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i alle typer aktier, obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK, så udsving i valutakurserne påvirker kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 0,04 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 1,53 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har kun netop indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015 på grund af stigende global usikkerhed og øgede risikopræmier på norske kreditobligationer.

Markedet

Det globale aktiemarked gav samlet set et pænt afkast i 2015, men ligesom året før var der store forskelle på afkast imellem de enkelte lande og regioner. Aktier fra nye markeder

tabte specielt i andet halvår markant værdi blandt andet på grund af usikkerhed omkring den økonomiske vækst i Kina, og de sluttede året med et negativt afkast.

Markederne for globale virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder oplevede også store udsving i løbet af året. 2015 startede med positive afkast, men i løbet af andet kvartal faldt kurserne tilbage. Den negative udvikling fortsatte det meste af efteråret, hvilket bl.a. var båret af usikkerhed om den kinesiske valuta og fald i råvarepriserne, hvor især oliens dramatiske nedtur stjal overskrifterne mod slutningen af året. Det gik især hårdt ud over obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta, der måtte notere store kursfald over året som helhed efter et ellers stærkt første kvartal.

Kombinationen af øget global usikkerhed, faldende oliepris og udsigten til stigende amerikanske renter var også med til at øge kreditspændene på virksomhedsobligationer markant i andet halvår. Især kurserne på lavere ratede amerikanske virksomhedsobligationer blev trukket ned af en høj direkte og indirekte eksponering mod energisektoren, der betød et markant negativt afkast for året. Modsat betød de pengepolitiske tiltag fra Den Europæiske Centralbank, ECB, at renterne i Europa faldt over året. Samtidig blev efterspørgslen efter europæiske virksomhedsobligationer holdt oppe af investorerne jagt på afkast, hvilket var medvirkende til, at europæiske obligationer klarede sig væsentlig bedre end amerikanske i 2015.

De norske renter steg gennem første halvår i takt med, at de økonomiske udsigter blev bedre, herunder en stigende oliepris. Billedet vendte dog markant hen over sommeren, hvor den globale usikkerhed også påvirkede det norske marked i negativ retning. Kreditspændene på norske kreditobligationer steg kraftigt i andet halvår og sluttede året på det højeste niveau siden den europæiske gældskrise. En reduceret egenbeholdning hos mange aktører i markedet og en afventende holdning fra mange større investorer bidrog til at meget af likviditeten i markedet forsvandt, og kurserne faldt markant tilbage trods faldende renter i andet halvår.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,49 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det lavere merafkast skyldes hovedsa-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.

Fondskode: DK0060517902

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	48,5%
1-3 år	7,0%
3-5 år	32,7%
5-10 år	7,2%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,35
Standardafvigelse	1,88
Tracking error	1,48
Information Ratio	-0,33
Sharpe Ratio (benchm.)	3,18
Standardafvigelse (benchm.)	0,98

Måleperiode: Okt. 2013 til dec. 2015

Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

geligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig dårligere end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et lavere afkast end statsobligationer i perioden grundet øgede kreditspænd.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens negative merafkast var en overvægt af lavere ratede globale virksomhedsobligationer, som omfatter en væsentlig andel af amerikanske energirelaterede selskaber. I takt med at usikkerheden steg, og olieprisen dykkede til historisk lave niveauer mod slutningen af året, steg kreditspænd, og kurserne faldt tilbage.

Andelsklassen har gennem året haft en svag overvægt af internationale kreditobligationer, der har bidraget negativt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Inden for kreditobligationer var der positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder, der steg mere end benchmark.

En række af de underliggende fonde gav høje positive afkast i 2015. Især Danske Invest Global StockPicking skilte sig ud med et afkast på over 18 pct. målt i NOK, men også Danske Invest Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, NOK h bidrog særdeles positivt med afkast på hhv. 2,2 pct. målt i NOK og 2,9 pct. målt i NOK. Største negative afkast kom fra Danske Invest Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h med et negativt afkast på 5,5 pct. målt i NOK.

I andet kvartal solgte vi hovedparten af beholdningen af obligationer fra nye markeder i lokalvaluta, og vi har gennem året løbende reduceret andelen af norske obligationer. Andelen af lavt ratede virksomhedsobligationer og nordiske kreditobligationer er øget tilsvarende, mens beholdningen af aktier er uændret i perioden.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har andelsklassen investeret 19 pct. af beholdningen i internationale obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at særligt én faktor vil dominere det globale risikobillede i 2016, hvilket er den økonomiske udvikling i nye markeder, herunder specielt udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier generelt oplever pæn økonomisk fremgang ved indgangen til 2016, er situationen anderledes alvorlig for mange af landene i de nye markeder. Særligt de råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne, ligesom også afmatningen i Kina er med til at trække den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi ser derfor en væsentlig risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og

i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de globale finansielle markeder i 2016.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi, at den globale økonomi endnu engang kommer til at gøre det ganske pænt. Vi forventer samtidig, at amerikansk økonomi for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde, med en høj vækstrate på mellem 2,5 pct. og 3 pct. Den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug, hvor forbrugernes økonomiske råderum især vil være påvirket af den markant lavere oliepris. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugs-vækst i USA og drive det amerikanske opsving.

I Europa forventer vi positive impulser til økonomien i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris. Det vil forventeligt understøtte den økonomiske vækst godt i starten af året, mens effekterne løbende vil aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. mod slutningen af året. Niveaulet er stadig højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten til gavn for væksten i det private forbrug. Forventningerne til væksten i kinesisk økonomi er derimod mere moderate, hvilket primært skyldes lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren. Vi forventer omvendt ikke en økonomisk krise, da det kinesiske banksystem formentlig vil stimulere den økonomiske aktivitet via udlån efter nøje instrukser fra regeringen.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end norske obligationer i 2016. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Ser vi – som forventet – yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank i 2016, forventer vi, at det vil ske i et roligt tempo, der ikke vil sætte det økonomiske opsving i USA – og dermed globalt – over styr. I det scenarie vil virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder stadig være mere fordelagtige set i forhold til statsobligationer. Investeringerne er fastlagt herefter med en høj andel af især lavere ratede europæiske virksomhedsobligationer.

Vi forventer, at de norske renter vil forblive lave igennem 2016. Norsk økonomi kommer til at fortsætte med at udvikle sig svagt, da vi ikke mener, at vi har set den fulde effekt af olieprisfaldet endnu. Vi mener stadig, at højere ratede kreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer. Det løbende merafkast er attraktivt i forhold til risikoen, og falder kreditspændene tilbage fra de nuværende høje niveauer, vil det være yderligere positivt for afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	0,82	4,99	0,04
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	0,67	4,75	1,53
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	100,82	105,85	105,89
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	340	24.081	÷12.757
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,58	0,60	0,53
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	272.704	780.657	2.068.105
Antal andele	-	-	2.704.794	7.375.266	19.530.086
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷5.451	27.657
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	7.305	3.577
Klassens resultat	÷12.757	24.081
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	780.657	272.704
Emissioner i året	1.834.408	791.108
Indløsninger i året	÷536.569	÷307.953
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.366	717
Overførsel af periodens resultat	÷12.757	24.081
Medlemmernes formue ultimo	2.068.105	780.657
Antal andele		
Andele primo året	7.375.266	2.704.794
Emissioner i året	17.178.246	7.621.385
Indløsninger i året	÷5.023.426	÷2.950.912
Andele ultimo året	19.530.086	7.375.266

Japan

Investerer i japanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på dankeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i japanske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på japanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 23,10 pct., mens benchmark steg 22,32 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

Markedet endte året med en samlet stigning, da kursstigningerne fra januar til juli var nok til at modstå kursfaldene fra august og frem.

De pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank førte til stigende aktiekurser i perioden januar til marts. Markedet genvandt optimismen, da olieprisen igen begyndte at stige, og Grækenland viste tegn på fremgang. Fra april til juli steg markedet med udsigten til økonomisk fremgang i Japan, og det blev understøttet af forhåbninger om erhvervsreformer og lønstigninger:

Markedet styrtdykkede i august, efter at den kinesiske centralbank pludselig nedsatte den daglige valutakurs (referencenkursen) for den kinesiske yuan. De økonomiske nøgletal fra Kina viste tegn på yderligere opbremsning i økonomien, og stigende usikkerhed om det svage råvaremarked førte til øget pessimisme blandt investorerne.

Markedet kom derefter stærkt igen i oktober og november, hvor uroen om Kinas makroøkonomi aftog, og det amerikanske marked oplevede store stigninger. Frihandelsaftalen Trans-Pacific Partnership løftede også markedsstemningen, og markedet sluttede året af med en nedgang som følge af den faldende oliepris.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,78 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Sektormæssigt bidrog vores undervægt inden for sundhedspleje og konsumentvarer negativt til resultatet. Fortsatte bekymringer omkring den globale økonomi medførte, at defensive sektorer som f.eks. sundhedspleje klarede sig godt.

Aktievalget bidrog positivt til afdelingens resultat. Aktievalget inden for forbrugsgoder, industri og it bidrog positivt til afdelingens resultat. Der var positive bidrag fra it-virksomhederne Alps Electric og Murata og fra Ryohin Keikaku og Tōei inden for forbrugsgoder, mens lit-selskabet Seiko Epson og JFE HD inden for materialer trak ned i resultatet.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1997

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Japan inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0015971675

Porteføljerådgiver: DAIWA SB Investments (UK) Ltd.

Branchefordeling

Forbrugsgoder	24,9%
Industri	19,1%
Finans	18,4%
Informationsteknologi	12,4%
Telekommunikationsserv	6,2%
Øvrige inkl. likvide	19,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,13
Standardafvigelse	14,00
Tracking error	2,45
Information Ratio	-0,10
Sharpe Ratio (benchm.)	1,09
Standardafvigelse (benchm.)	14,68
Active share	70,59

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Japan

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2016

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i 2016 samt, at den amerikanske centralbank (Fed) vil gå rimelig forsigtigt frem med sine renteforhøjelser. Den globale økonomi og ikke mindst de nye markeder kan dog blive negativt påvirket, og aktiemarkedene risikerer store kursfald, hvis renteforhøjelserne gennemføres for hurtigt. Vi forventer en moderat opbremsning af den økonomiske vækst i Kina som følge af omstillingen fra investeringsdrevet til forbrugsdrevet økonomi. Omstillingen bliver dog måske ikke så smidig, da Kina kæmper med en stor gældsbyrde og afmatning i fremstillingssektoren. Når investorerne bliver mere pessimistiske fører det ofte til en styrkelse af JPY, der anses som en sikker valuta. Det japanske aktiemarked vil ikke gå fri af en stor korrektion på det globale kapitalmarked.

Vi vurderer ikke, at den japanske centralbank vil tøve med at implementere yderligere pengepolitiske lempelser, hvis der igen opstår risiko for deflation, eller hvis JPY styrkes markant.

Vores største aktivt vægtede aktier er i selskaber, der står til at nyde godt af stigende indenlandsk efterspørgsel, og som har en stabil indtjening. Det er eksempelvis NTT inden for telekommunikation og Central Japan Railway inden for industri. Vi har en relativt lille eksponering mod selskaber inden for råstoffer. Hvis råvarepriserne igen stiger kraftigt, kan det få negativ indvirkning på afdelingens afkast.

Med hensyn til sektorvægtning er vi markant undervægtet sundhedspleje. Hvis investorerne bliver mindre risikovillige, vil defensive sektorer som denne måske klare sig godt, hvilket vil få negativ indvirkning på vores relative afkast. Vi vurderer, at de nuværende værdiansættelser inden for sundhedspleje er uberettigede i lyset af regeringens politik om at sænke priserne på lægemidler og øge markedsandelen for generiske lægemidler.

Forventet markedsudvikling og strategi for 2016

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i 2016, og at de japanske aktier vil klare sig godt med afsæt i robust indtjeningsvækst og rimelige værdiansættelser. Vores prognose for makroøkonomien er, at de vestlige lande fortsat vil klare sig godt, mens de nye markeder igen vil opleve lav økonomisk vækst. De primære udfordringer for den globale økonomi bliver igen i 2016 den svage kinesiske økonomi og de faldende råvarepriser.

Vi fastholder vores overvægt inden for sektorer, der står til at nyde godt af stigende indenlandsk efterspørgsel, herunder byggeri, banksektoren og it, da japansk økonomi fortsat er stærk. For eksportørerne fastholder vi overvægten inden for bilproducenter og undervægten inden for it-hardware baseret på efterspørgsel og værdiansættelser. Vi fastholder undervægten inden for konsumentvarer og sundhedspleje i lyset af deres værdiansættelser. Vi har også fokus på selskaber, hvor vi forventer højere egenkapitalforrentning, og vi er på udkig efter selskaber inden for råstoffer, som står over for indtjeningsfremgang efter en periode med dårlige resultater.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Japan

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteudgifter	82	0	Likvide midler:		
2 Udbytter	27.229	19.000	Indestående i depotselskab	17.572	12.850
I alt renter og udbytter	27.147	19.000	I alt likvide midler	17.572	12.850
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	266.205	87.920	Not. aktier fra udl. selskaber	1.416.295	1.071.244
Valutakonti	÷1.347	13	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	14.190	0
Øvrige aktiver/passiver	9	6	I alt kapitalandele	1.430.485	1.071.244
4 Handelsomkostninger	÷771	÷1.045	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	264.097	86.894	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.136	650
I alt indtægter	291.244	105.893	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	265
5 Administrationsomkostninger	22.124	13.220	Aktuelle skatteaktiver	60	19
Resultat før skat	269.120	92.674	I alt andre aktiver	1.197	934
6 Skat	4.089	2.865	Aktiver i alt	1.449.254	1.085.028
Årets nettoresultat	265.031	89.809	Passiver		
Overskudsdisponering			8 Medlemmernes formue	1.447.183	1.083.812
Overført til udlodning næste år	÷344.234	÷532.869	Anden gæld:		
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷344.234	÷532.869	Skyldige omkostninger	104	726
Overført til formuen	609.265	622.678	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.966	491
I alt disponeret	265.031	89.809	I alt anden gæld	2.071	1.217
			Passiver i alt	1.449.254	1.085.028

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷13,93	6,38	19,59	9,43	23,10
Benchmarkafkast (pct.)	÷11,70	6,93	21,66	9,09	22,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	67,41	70,72	84,57	92,55	113,94
Nettoresultat (t.DKK)	÷274.155	108.128	169.826	89.809	265.031
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,38	1,39	1,39	1,39	1,47
ÅOP	1,77	1,75	1,79	1,74	1,63
Omsætningshastighed (antal gange)	0,55	0,83	0,93	0,89	0,85
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.636.447	1.489.263	936.843	1.083.812	1.447.183
Antal andele	24.274.748	21.059.045	11.077.329	11.710.242	12.701.804
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Japan

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE : RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	82	0
I alt renteudgifter	82	0

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	27.136	18.969
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	92	30
I alt udbytter	27.229	19.000

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	265.919	87.060
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	286	860
Valutakonti	+1.347	13
Øvrige aktiver/passiver	9	6
Handelsomkostninger	+771	+1.045
I alt kursgevinster og -tab	264.097	86.894

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+987	+1.156
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	216	111
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+771	+1.045

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Øvrige omkostninger	0	94
Managementonorar	20.010	11.878
Fast administrationsonorar	2.114	1.216
I alt opdelte adm.omk.	22.124	13.188
I alt adm.omkostninger	22.124	13.220

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	94	32
Managementonorar	20.010	0	11.878	0
Fast administrationsonorar	2.114	0	1.216	0
I alt opdelte adm.omk.	22.124	0	13.188	32
I alt adm.omkostninger		22.124		13.220

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4.089	2.865
I alt skat	4.089	2.865

NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

	2015	2014
Renter og udbytter	27.147	19.000
Ikke refunderbar udbytteskat	+4.089	+2.865
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	43	+20
Kursgevinst til udlodning	235.322	46.552
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+69.788	+29.737
Udlodning overført fra sidste år	+532.869	+565.798
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+344.234	+532.868
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	22.124	13.220
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.826	+680
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+364.532	+546.768
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+20.298	+13.899
I alt til rådighed for udlodning, netto	+344.234	+532.869

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	11.710.242	1.083.812	11.077.329	936.843
Emissioner i året	3.836.639	407.272	1.349.613	118.023
Indløsninger i året	+2.845.077	+310.104	+716.700	+61.205
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.172		342
Overførsel af periodens resultat		609.265		622.678
Overført til udlodning næste år		+344.234		+532.869
I alt medlemmernes formue	12.701.804	1.447.183	11.710.242	1.083.812

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	98,8
Øvrige finansielle instrumenter	1,0	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,8	98,8
Øvrige aktiver og passiver	1,2	1,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Kina

Investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao eller Hongkong. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på dankeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 5,37 pct., mens benchmark steg 2,90 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæf-

tigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Anført af de indenlandske markeder for A-aktier gav aktierne i Kina og Hongkong gode afkast i første halvår af 2015, hvor markedsstemningen blev løftet af udsigten til flere lempelsestiltag som f.eks. flere rentenedsættelser og en nedsættelse af bankernes reservekrav. Markederne faldt imidlertid markant i tredje kvartal, hvor strammere regulering til opdæmning af mæglernes såkaldte marginhandel, hvor der kan handles for mere end man selv kan stille. Volatiliteten på de kinesiske markeder og aftagende økonomisk vækst i verdens næststørste økonomi medførte globale kursfald. De kinesiske aktier steg i fjerde kvartal, efter at den kinesiske centralbank i slutningen af oktober sænkede renten for sjette gang på et år. Aktierne i Hongkong gav samtidig et positivt afkast baseret på markedets forhåbninger om yderligere lempelsestiltag i Kina.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,47 procentpoint højere end ændringen i benchmark, hvilket primært kan tilskrives en positiv aktieudvælgelse inden for teknologi og finans. Afdelingens største bidrag kom fra overvægten i kinesiske internetaktier, herunder Kinas førende søgemaskine Baidu, det kinesiske rejseselskab Ctrip og Kinas største online-handelsselskab Alibaba. Kurserne på disse aktier steg, efter at MSCI fra den 1. december begyndte at inkludere kinesiske aktier på amerikanske børser i sine emerging markets-indeks. Derimod trak aktievalget inden for forbrugsgoder og konsumentvarer ned i det samlede resultat. Blandt de væsentligste negative bidragsydere var kinesiske Biostime International, som sælger importeret modermælkserstatning og produkter til spædbørnspleje. Der var også et negativt bidrag fra Galaxy Entertainment Group som følge af faldende kurser på aktier i Macaos kasinoselskaber. Kursfaldet skyldtes, at analytikere havde sænket deres prognose for spilleindtægterne som følge af sløje resultater.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2003
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI China Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010295336
Porteføljerådgiver: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited

Branchefordeling

Finans	30,9%
Informationsteknologi	18,3%
Forbrugsgoder	15,8%
Telekommunikationsserv	11,5%
Industri	5,6%
Øvrige inkl. likvide	17,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,46
Standardafvigelse	18,76
Tracking error	4,17
Information Ratio	-0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	0,46
Standardafvigelse (benchm.)	19,31
Active share	51,12

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Kina

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

De potentielle risici i Kina omfatter politiske fejltrin fra den kinesiske regerings side, indtjeningsrisici for selskaberne som følge af lav omsætningsvækst i en økonomi med deflation samt en yderligere stigning i antallet af misligholdte lån i banksektoren. Selvom omstillingen formentlig vil blive ved med at tynde økonomien på kort sigt, forventer vi ikke et større systemisk kollaps i Kinas finansielle system. Risikoen for, at det skulle ske vil måske i nogen grad blive reduceret af den store mængde likviditet i markedet. For eksempel fik lokalregeringerne i marts 2015 muligheden for at omlægge op til 3 mia. yuan af deres omkostningstunge gæld til lavere forrentede obligationer udstedt af lokalregeringerne, og det reducerede således den umiddelbare risiko for misligholdelse af gæld til lokale firmaer - de såkaldte LGFV'er. Vi fastholder vores undervægt af bankerne og især af de mindre banker, som har været de mest aggressive på udlånssiden under det seneste kreditboom. Det skyldes, at vi forventer et forsat og gradvist fald i bankernes marginer og egenkapitalforrentning i de kommende måneder og år.

Udviklingen på markedet i Kina og Hongkong vil desuden afhænge af, hvor hurtigt den amerikanske centralbank går frem med sine renteforhøjelser.

Afdelingen har sine primære overvægtspositioner inden for forbrugsgoder og servicesektorerne, herunder internet, turisme og uddannelse, som følge af vores positive langsigtede forventninger til forbrugsefterspørgslen i Kina. Regeringens implementering af strukturelle ændringer til Kinas vækstmodel fra en investeringsdrevet til en forbrugsdrevet vækstmodel vil være afgørende for kursstigningspotentialiet i disse aktier. Omvendt risikerer aktierne at levere skuffende afkast, hvis den økonomiske opbremsning i landet fører til et forsat fald i selskabernes indtjening og det indenlandske forbrug.

Forventninger til markedet samt strategi

Selvom de seneste nøgletal fra Kina har været i den lave ende, er landets servicesektor generelt i langt bedre form, men dette har ikke været nok til at modvirke nedgangen i fremstillingssektoren. Efterspørgslen blandt forbrugerne er blevet hårdt ramt af antikorrupsionskampagnen - både inden for luksus- og konsumentvarer - for både de lokale og multinationale aktører. Anlægsinvesteringerne, som tidligere har fungeret som et slags konjunkturregulerende værktøj, har også vist tegn på afmatning oven på faldet i påbegyndt byggeri og manglende incitamenter for lokalregeringerne til at lempe skatterne.

De største fremskridt er sket inden for liberaliseringen af de finansielle markeder. Medtagelsen af den kinesiske renminbi (RMB) i beregningsgrundlaget for IMF's syntetiske valuta SDR var en væsentlig milepæl for internationaliseringen af RMB. Endvidere bør den fortsatte liberalisering af aktiemarkederne, først gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet og derefter et tilsvarende nyt program for

Shenzhen, give yderligere muligheder for aktieinvesteringer i Kina. Morgan Stanley er i beregningen af sine indeks senest begyndt at medtage kinesiske ADR'er, der er noteret i USA. Denne tilpasning vil også bedre afspejle realiteterne i Kinas 'nye økonomi', hvor selskaber inden for uddannelse, internet, e-handel, rejser og forbrugsgoder alle spiller en større rolle for den økonomiske vækst.

Værdierne i MSCI China-indekset handles på samme niveau som under de seneste kriser, herunder den globale finanskrise i 2008. Vi vurderer, at mange af de dårlige nyheder allerede er indregnet i aktiekurserne. Likviditeten i markedet bør fortsat understøtte kurserne, da deflationen giver plads til flere pengepolitiske lempelser som f.eks. rentesænkninger og en nedsættelse af bankernes reservekrav.

I en situation med lav økonomisk vækst og sløj indtjening i selskaberne bliver vores proces med at udvælge investeringer på aktieniveau endnu mere afgørende i 2016. Vi vil fortsat have fokus på selskaber med bæredygtige forretningsmodeller og sund likviditet. Vores forventning til 2016 er et moderat positivt afkast.

Vi fastholder vores overvægtspositioner inden for forbrugsgoder og servicesektorerne, herunder internet, turisme og uddannelse, som følge af vores positive langsigtede forventninger til forbrugsefterspørgslen i Kina. Vi har også selektivt investeret i selskaber, som står til at få gavn af regeringens støttetiltag, herunder inden for jernbaneudstyr, miljøbeskyttelse og vedvarende og alternativ energi. Omvendt fastholder vi afdelingens undervægt af banksektoren som følge af øget risiko forbundet med kvalitet på balancerne og faldende netto-rentemarginer. Vi har samtidig en generel undervægt af olie- og råvareaktier.

Den skrantende kinesiske økonomi og det fortsatte fald i antallet af turister i landet smitter af på detailsalget i Hongkong, som har været den primære vækstmotor for økonomien i Hongkong i de senere år. Til trods for de mere afdæmpede udsigter for lokaløkonomien på kort sigt ser vi fortsat langsigtet værdi i indenlandske navne, herunder investorer i erhvervsejendomme, diversificerede regionale og globale konglomerater, regionale forsikrings-selskaber og udvalgte eksportører inden for fremstillingssektoren. Her er balancerne typisk yderst konservative, forretningsmodellerne er robuste, der udbetales solide udbytter, og investorerne er bekendt med ledelsens kompetencer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Kina

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteudgifter	5	0		
2	Udbytter	12.636	13.180		
	I alt renter og udbytter	12.631	13.180		
3 Kursgevinster og -tab:			Likvide midler:		
	Kapitalandele	34.299	74.701	Indestående i depotselskab	4.927
	Valutakonti	240	1.252	I alt likvide midler	4.927
	Øvrige aktiver/passiver	53	÷2		
4	Handelsomkostninger	÷1.508	÷1.768		
	I alt kursgevinster og -tab	33.083	74.183		
I alt indtægter			Kapitalandele:		
		45.714	87.363	Not. aktier fra udl. selskaber	372.952
5	Administrationsomkostninger	7.452	7.202	I alt kapitalandele	372.952
	Resultat før skat	38.263	80.160		
6	Skat	876	892		
	Årets nettoresultat	37.387	79.269		
Overskudsdisponering			Andre aktiver:		
	Foreslået udlodning	73.749	32.830	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	118
	Overført til udlodning næste år	67	196	Mellemvær. vedr. handelsafv.	4.249
7	Disponeret i alt vedr. udlodning	73.816	33.026	I alt andre aktiver	4.367
	Overført til formuen	÷36.429	46.243		
	I alt disponeret	37.387	79.269	Aktiver i alt	382.246
			Passiver		
				8	Medlemmernes formue
					382.218
					464.318
				Anden gæld:	
				Skyldige omkostninger	28
				Mellemvær. vedr. handelsafv.	0
				I alt anden gæld	28
					1.908
				Passiver i alt	382.246
					466.226

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷18,73	18,66	2,29	20,68	5,37
Benchmarkafkast (pct.)	÷16,17	20,77	3,58	22,71	2,90
Indre værdi (DKK pr. andel)	149,82	170,07	168,49	182,44	182,43
Nettoresultat (t.DKK)	÷173.183	119.567	4.446	79.269	37.387
Udbytte (DKK pr. andel)	7,25	5,00	16,30	12,90	35,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,61	1,59	1,60	1,59
ÅOP	2,27	2,29	2,39	2,32	2,06
Omsætningshastighed (antal gange)	0,45	0,45	0,85	0,58	0,47
Medlemmernes formue (t.DKK)	672.139	711.277	532.825	464.318	382.218
Antal andele	4.486.184	4.182.216	3.162.439	2.544.984	2.095.145
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Kina

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	5	0
I alt renteudgifter	5	0

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.636	13.180
I alt udbytter	12.636	13.180

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	34.114	74.701
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	185	0
Valutakonti	240	1.252
Øvrige aktiver/passiver	53	+2
Handelsomkostninger	÷1.508	÷1.768
I alt kursgevinster og -tab	33.083	74.183

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷1.869	÷2.103
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	360	335
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.508	÷1.768

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	11	0	56	18
Managementhonorar	6.785	0	6.558	0
Fast administrationshonorar	655	0	571	0
I alt opdeltede adm.omk.	7.452	0	7.185	18
I alt adm.omkostninger		7.452		7.202

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	876	892
I alt skat	876	892

NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	12.631	13.180
Ikke refunderbar udbytteskat	÷876	÷892
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	5	0
Kursgevinst til udlodning	81.627	31.071
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷13.139	÷3.862
Udlodning overført fra sidste år	196	290
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	80.444	39.787
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.452	7.202
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	823	442
I alt til rådighed for udlodning, netto	73.816	33.027

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
-----------------------------	------	------

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	2.544.984	464.318	3.162.439	532.825
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷32.830		÷51.548
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.135		5.962
Emissioner i året	62.631	12.348	30.330	4.387
Indløsninger i året	÷512.470	÷100.390	÷647.785	÷106.711
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		251		134
Foreslået udlodning		73.749		32.830
Overførsel af periodens resultat		÷36.429		46.243
Overført til udlodning næste år		67		196
I alt medlemmernes formue	2.095.145	382.218	2.544.984	464.318

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	99,2
I alt finansielle instrumenter	97,6	99,2
Øvrige aktiver og passiver	2,4	0,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

KlimaTrends

Investerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, som forventes 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 klimamålet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsområdet (klimaområdet), modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 13,38 pct., mens benchmark steg 10,66 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som faldende beskæftigelse, fortsat lave renter, faldende råvarepriser, men blandt andet store udfordringer i de nye markeder har medført betydelige udsving i 2015.

Markedet

Der var store kursstigninger på de globale aktiemarkeder i 2015. Vendingen i amerikansk økonomi fortsatte til trods for lidt svage nøgletal i begyndelsen af året, og fokus blev rettet mod tidspunktet for den første renteforhøjelse. Den kom i december, hvor den amerikanske centralbank (Fed) hævede renten for første gang i næsten ti år. I Europa fik usikkerhed om den økonomiske vending Den Europæiske Centralbank til at lancere et obligationsopkøbsprogram i starten af 2015. Usikkerhed om renteforhøjelsen i USA og bekymring om den økonomiske vækst og politiske tiltag i Kina var med til at skabe en del uro på markederne i store dele af andet halvår 2015. De nye markeder stod over for udfordringer i form af en styrket USD.

Inden for de primære klimaforandringstemaer klarede aktier inden for energieffektivitet sig godt i 2015, mens aktier inden for lav CO₂-udledning klarede sig dårligere end benchmark.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,72 procentpoint højere end ændringen i benchmark på baggrund af aktievalg og særligt inden for forbrugsgoder. Vores investeringer inden for råvarer og industri bidrog positivt til resultatet, mens aktievalget inden for teknologi trak ned. Geografisk bidrog aktievalget i Europa mest til resultatet, og der var samtidig et positivt bidrag fra vores positioner i Japan. Aktievalget i Nordamerika trak ned i det samlede resultat.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2009

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060187698

Porteføljerådgiver: Schroder Investment Management Limited

Branchefordeling

Industri	34,7%
Forbrugsgoder	19,9%
Informationsteknologi	13,8%
Materialer	8,9%
Forsyning	6,3%
Øvrige inkl. likvide	16,4%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,09
Standardafvigelse	13,01
Tracking error	5,46
Information Ratio	-0,25
Sharpe Ratio (benchm.)	1,39
Standardafvigelse (benchm.)	11,22
Active share	95,56

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

KlimaTrends

På aktieniveau kom det største bidrag fra Amazon, hvis aktiekurs er skudt i vejret, efter at indtjeningen oversteg forventningerne, og selskabet viser fortsat tegn på stigende markedsandele og kraftig omsætningsfremgang. Vestas Wind Systems gav også et stort positivt bidrag til resultatet. Selskabet har nydt godt af kraftig vækst i vindenergibranchen og opnået markant vækst i ordretilgangen i 2015, hvilket har banet vejen for imponerende aktiekursstigninger. Trimble Navigation var den aktie, der trak mest ned i resultatet, da selskabet oplevede lavere efterspørgsel som følge af de aktuelt lave priser på afgrøder, lavere indtjening fra landbrug samt stigende konkurrence fra Kina.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Da klimaforandringstemaet retter fokus mod den industrielle omstilling til en økonomi med lav CO₂-udledning, har vi en naturlig høj eksponering mod de dele af markedet, der er mere følsomme over for global økonomisk vækst, men med forsyning som den væsentligste undtagelse. Vi forventer, at disse dele af markedet vil klare sig godt i takt med, at vindingen i verdensøkonomien fortsætter, men opstår der større problemer undervejs, kan det bremse opsvinget. Det vil formentlig påvirke afdelingens resultat på kort sigt.

I Japan ser vi fortsat mange attraktive investeringer inden for klimaforandring, og her har afdelingen således stadigvæk sin største regionale overvægt. Hvis den japanske regerings økonomiske støttepakke ikke har den ønskede effekt, kan det få negativ indvirkning på vores investeringer.

Hvis den politiske vilje til at takle klimaudfordringerne aftager markant på globalt plan, vil det få negativ indvirkning på porteføljen, da mange rene energiteknologier fortsat afhænger af offentlig støtte. I lyset af de fremskridt, der blev opnået på klimakonferencen i Paris i 2015, synes denne risiko at være begrænset i 2016, men det udgør fortsat en risikofaktor for porteføljen.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økono-

miske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privat forbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Afdelingen vil fortsat fokusere på udviklingen på selskabsniveau ved at identificere enkelt-selskaber, som kan overraske indtjeningsmæssigt og klare sig bedre end markedet. De strukturelle mekanismer bag mange af klimaforandringstemaerne er vigtigere end nogensinde før, og i lyset af de vellykkede forhandlinger om klimaforandringer i Paris forventer vi, at klimaforandringerne fortsat vil stå øverst på politikernes og investorenes dagsorden i 2016.

Vi er fortsat overbeviste om, at de yderst attraktive afkast på investeringerne i energieffektivitet gør det til det mest interessante tema på kort sigt. Således er mere end halvdelen af porteføljens investeringer eksponeret mod denne uensartede tendens, og afdelingen har en relativ stor andel af investeringer inden for autoudstyr, materialer og energibesparende teknologier til bolig og industri. Vi forventer også fortsat hurtig udbredelse af vedvarende energi verden over og særligt inden for solenergi, men også inden for vind. Vi har selektiv eksponering mod kvalitetsinvesteringer på dette område og er opmærksomme på den usikkerhed, der er forbundet med branchen. Afdelingen er inden for energisektoren, men undgår eksponering mod olieindustrien, og det bør være med til at afskærme den mod effekten af den globalt faldende oliepris.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

KlimaTrends

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteudgifter	19	0	Likvide midler:		
2 Udbytter	2.455	2.699	Indestående i depotselskab	3.575	2.678
I alt renter og udbytter	2.436	2.699	I alt likvide midler	3.575	2.678
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	23.321	11.555	Not. aktier fra DK selskaber	2.805	2.293
Afledte finansielle instr.	÷58	0	Not. aktier fra udl. selskaber	159.680	158.696
Valutakonti	268	20	I alt kapitalandele	162.485	160.989
Øvrige aktiver/passiver	14	3	Andre aktiver:		
4 Handelsomkostninger	÷311	÷269	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	156	51
I alt kursgevinster og -tab	23.235	11.310	Aktuelle skatteaktiver	255	312
I alt indtægter	25.671	14.010	I alt andre aktiver	411	363
5 Administrationsomkostninger	2.680	2.788	Aktiver i alt	166.471	164.030
Resultat før skat	22.991	11.222	Passiver		
6 Skat	269	194	8 Medlemmernes formue	166.213	163.909
Årets nettoresultat	22.722	11.028	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	14	121
Foreslået udlodning	24.267	18.143	Mellemvær. vedr. handelsafv.	244	0
Overført til udlodning næste år	46	0	I alt anden gæld	258	121
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	24.313	18.143	Passiver i alt	166.471	164.030
Overført til formuen	÷1.591	÷7.115			
I alt disponeret	22.722	11.028			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷9,94	10,00	26,24	7,20	13,38
Benchmarkafkast (pct.)	÷2,64	14,49	21,19	19,27	10,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,34	106,33	127,42	127,39	131,51
Nettoresultat (t.DKK)	÷39.967	27.819	47.226	11.028	22.722
Udbytte (DKK pr. andel)	5,00	5,75	8,50	14,10	19,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,50	1,82	1,60	1,61
ÅOP	2,18	1,96	2,23	2,02	1,91
Omsætningshastighed (antal gange)	0,65	0,38	0,35	0,40	0,51
Medlemmernes formue (t.DKK)	315.618	236.562	195.888	163.909	166.213
Antal andele	3.114.429	2.224.865	1.537.281	1.286.708	1.263.922
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

KlimaTrends

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE : RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	19	0
I alt renteudgifter	19	0

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	39	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.416	2.699
I alt udbytter	2.455	2.699

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	1.792	960
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.529	10.596
Terminsfremtidskontrakter/futures m.m.	+58	0
Valutakonti	268	20
Øvrige aktiver/passiver	14	3
Handelsomkostninger	+311	+269
I alt kursgevinster og -tab	23.235	11.310

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+346	+334
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	36	65
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+311	+269

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Afdelingsdirekte		
Andel af fællesomk.		
Afdelingsdirekte		
Andel af fællesomk.		

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre honorarer til revisorer	0	1
Øvrige omkostninger	0	21
Managementhonorar	2.447	2.538
Fast administrationshonorar	232	221
I alt opdeltede adm.omk.	2.680	2.781
I alt adm.omkostninger	2.680	2.788

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	269	194
I alt skat	269	194

NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

	2015	2014
Renter og udbytter	2.436	2.699
Ikke refunderbar udbytteskat	+269	+194
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	88	152
Kursgevinst til udlodning	24.057	20.121
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	745	+2.057
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	27.057	20.721
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.680	2.788
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+65	208
I alt til rådighed for udlodning, brutto	24.313	18.142
Frivillig udlodning	0	1
I alt til rådighed for udlodning, netto	24.313	18.143

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.286.708	163.909	1.537.281	195.888
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+18.143		+13.067
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		987		713
Emissioner i året	67.214	8.958	23.919	2.916
Indløsninger i året	+90.000	+12.245	+274.492	+33.612
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		25		44
Foreslået udlodning		24.267		18.143
Overførsel af periodens resultat		+1.591		+7.115
Overført til udlodning næste år		46		0
I alt medlemmernes formue	1.263.922	166.213	1.286.708	163.909

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8	98,2
I alt finansielle instrumenter	97,8	98,2
Øvrige aktiver og passiver	2,2	1,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Latinamerika

Investerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på dankeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 20,76 pct., mens benchmark faldt 23,01 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser

Markedet

I årets første halvdel af 2015 steg aktiekurserne, da svage økonomiske nøgletal i USA gav forhåbninger om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville udskyde sine renteforhøjelser. Disse kursstigninger blev dog efterfølgende elimineret som følge af svækkede valutaer og dystre økonomiske udsigter i regionen. Usikkerheden blev samtidig forøget af usikkerheden om opbremsningen i Kina og fortsat lave råvarepriser. Mod slutningen af året forhøjede Fed langt om længe renten, hvilket førte til en refleksmæssig kapitaludstrømning, men tabene blev begrænset, da renteforhøjelsen var ventet.

Chile og Mexico var de lande i regionen, der klarede sig bedst. Chile, som er nettoimportør af olie, nød godt af de svage energimarkeder, men de chilenske aktier faldt alligevel som følge af usikkerhed om regeringens planlagte reformer. En relativ robust økonomisk vækst drevet af den indenlandske efterspørgsel medførte derimod kursstigninger på de mexicanske aktier.

Brasilien var omvendt et af de lande i regionen, der klarede sig dårligst. Standard & Poor's nedjusterede landets kreditvurdering til »junk«-status på grund af usikkerhed om regeringens vilje til at sikre budgetdisciplin. Landet sank dybere ned i recession i tredje kvartal, og inflationen steg i november til det højeste niveau i 12 år.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,25 procentpoint højere end ændringen i benchmark. I Chile bidrog vores overvægt af Coca-Cola-tapperiet Embotelladora Andina til afdelingens relative resultat. Kursen på selskabets aktier steg, da resultatet oversteg forventningerne på en forventning om konsolidering i branchen. Vores investeringer i de mexicanske lufthavnsoperatører Asur og OMA bidrog også positivt til resultatet, da begge selskaber fortsat oplever kraftig vækst i passager-tallet og kommercielle indtægter. Der var omvendt et negativt bidrag fra vores investering i infrastruktur-selskabet Grana y Montero som følge af en opbremsning i den økonomiske vækst i Peru og problemer omkring selskabets fremtidige projekter. Vores overvægt af Vale trak også ned i resultatet.

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	53,9%
Mexico	26,0%
Chile	11,1%
Colombia	3,1%
Luxembourg	2,5%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,82
Standardafvigelse	18,98
Tracking error	3,99
Information Ratio	-0,11
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,79
Standardafvigelse (benchm.)	19,11
Active share	64,92

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Latinamerika

Rekordlave priser på jernmalm og bekymring om skuffende økonomisk vækst i Kina tyngede fortsat det brasilianske mineselskab.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Da Brasilien og Mexico repræsenterer afdelingens største absolutte positioner, følger vi nøje udviklingen i begge lande. I Brasilien er stemningen fortsat afdæmpet grundet fortsat økonomisk recession, stigende ledighed samt fortsat høj inflation. Den mexicanske økonomi var derimod ganske robust takket være bidrag fra indenlandske sektorer, men hvis olieprisen forbliver lav i lang tid, kan det skade landets indtjening og sætte de offentlige finanser under pres.

På sektorniveau har afdelingen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer. Omvendt har afdelingen store positioner i forbrugerrettede aktier, som kan være sårbare over for stigende renter, der måske vil sænke privatforbruget.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank kom langt om længe med sin første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist, og det blev godt modtaget af investorerne. De latinamerikanske markeder er ikke immune over for refleksmæssige valutakursudsving og kapitaludstrømning, men de følgende renteforhøjelser ventes at ske gradvist, og økonomierne er nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetsselskaber med attraktive værdiansættelser. Vi fastholder vores strategi til trods for de aktuelle udfordringer, og vi er overbevist om kvaliteten af vores investeringer, som grundlæggende set er sunde og veldrevne selskaber. Marginerne har stort set været uændrede takket være omkostningsbesparelser og effektivitetsforbedringer. Vi vil formentlig ikke se en større fremgang i selskabernes indtjening lige med det samme, men selskaberne i vores portefølje står godt positioneret til at klare sig igennem det udfordrende driftsmiljø. Den negative stemning og den fortsatte volatilitet har desuden ramt aktiekurserne over en bred kam, og det har givet os mulighed for at købe yderligere op i eksisterende aktier, som vi finder attraktive, og som vil give et pænt afkast på den lange bane. For 2016 har vi dog kun forventninger om moderat positive afkast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Latinamerika

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	11	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	3	0	Indestående i depotselskab	4.158	5.516
3 Udbytter	9.174	11.886	I alt likvide midler	4.158	5.516
I alt renter og udbytter	9.182	11.887	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	182.427	300.259
Kapitalandele	÷56.785	÷18.962	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	2.706	700
Valutakonti	3	690	I alt kapitalandele	185.133	300.959
Øvrige aktiver/passiver	÷4	21	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷87	÷157	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	939	730
I alt kursgevinster og -tab	÷56.873	÷18.408	Mellemvær. vedr. handelsafv.	236	0
I alt indtægter	÷47.691	÷6.521	I alt andre aktiver	1.176	730
6 Administrationsomkostninger	4.347	5.769	Aktiver i alt	190.467	307.205
Resultat før skat	÷52.038	÷12.290	Passiver		
7 Skat	712	1.042	9 Medlemmernes formue	189.296	306.314
Årets nettoresultat	÷52.750	÷13.332	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	16	208
Foreslået udlodning	206	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.155	684
Overført til udlodning næste år	91	÷4.726	I alt anden gæld	1.171	892
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	297	÷4.726	Passiver i alt	190.467	307.205
Overført til formuen	÷53.047	÷8.606			
I alt disponeret	÷52.750	÷13.332			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷13,33	24,51	÷17,72	÷3,77	÷20,76
Benchmarkafkast (pct.)	÷16,88	7,40	÷17,11	÷0,32	÷23,01
Indre værdi (DKK pr. andel)	279,02	329,07	256,47	232,21	184,00
Nettoresultat (t.DKK)	÷67.218	108.161	÷95.618	÷13.332	÷52.750
Udbytte (DKK pr. andel)	16,75	17,50	15,40	0,00	0,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,62	1,62	1,62	1,67
ÅOP	2,09	1,96	1,97	1,98	1,94
Omsætningshastighed (antal gange)	0,02	0,08	0,11	0,09	0,07
Medlemmernes formue (t.DKK)	395.994	560.600	405.162	306.314	189.296
Antal andele	1.419.220	1.703.600	1.579.795	1.319.134	1.028.769
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Latinamerika

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	11	1
I alt renteindtægter	11	1

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	3	0
I alt renteudgifter	3	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.109	11.886
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	65	0
I alt udbytter	9.174	11.886

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+56.969	+18.984
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	184	22
Valutakonti	3	690
Øvrige aktiver/passiver	+4	21
Handelsomkostninger	+87	+157
I alt kursgevinster og -tab	+56.873	+18.408

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+244	+323
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	157	165
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+87	+157

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	73	0	124	13
Managementhonorar	3.911	0	5.178	0
Fast administrationshonorar	364	0	454	0
I alt opdelte adm.omk.	4.347	0	5.756	13
I alt adm.omkostninger		4.347		5.769

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	712	1.042
I alt skat	712	1.042

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	9.182	11.887	
Ikke refunderbar udbytteskat	+712	+1.042	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	3	0	
Kursgevinst til udlodning	2.337	+14.600	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+1.958	+971	
Udlodning overført fra sidste år	+4.726	0	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	4.126	+4.726	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	4.347	5.769	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	518	320	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	297	+10.175	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	+5.449	
I alt til rådighed for udlodning, netto	297	+4.726	

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
-----------------------------	------	------

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	1.319.134	306.314	1.579.795	405.162
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		+24.329
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		2.340
Emissioner i året	21.300	3.994	22.317	5.561
Indløsninger i året	+311.665	+68.472	+282.978	+69.241
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		211		151
Foreslået udlodning		206		0
Overførsel af periodens resultat		+53.047		+8.606
Overført til udlodning næste år		91		+4.726
I alt medlemmernes formue	1.028.769	189.296	1.319.134	306.314

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	98,0
Øvrige finansielle instrumenter	1,4	0,2
I alt finansielle instrumenter	97,8	98,3
Øvrige aktiver og passiver	2,2	1,7
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Latinamerika – Akkumulerende KL

Investerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Latinamerika, klass SEK
- Latinamerika, klasse NOK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Latinamerika – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	1	0	Indestående i depotselskab	1.475	2.175
3 Udbytter	2.317	2.466	I alt likvide midler	1.475	2.175
I alt renter og udbytter	2.318	2.467	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	51.970	66.197
Kapitalandele	÷ 15.056	÷ 5.235	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	708	55
Valutakonti	74	38	I alt kapitalandele	52.678	66.252
Øvrige aktiver/passiver	÷ 2	3	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷ 75	÷ 98	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	254	156
I alt kursgevinster og -tab	÷ 15.060	÷ 5.292	I alt andre aktiver	254	156
I alt indtægter	÷ 12.742	÷ 2.826	Aktiver i alt	54.407	68.583
6 Administrationsomkostninger	1.126	1.285	Passiver		
Resultat før skat	÷ 13.868	÷ 4.110	8 Medlemmernes formue	54.386	68.315
7 Skat	182	211	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	÷ 14.050	÷ 4.321	Skyldige omkostninger	6	52
Overskudsdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	15	216
Overført til formuen	÷ 14.050	÷ 4.321	I alt anden gæld	21	268
I alt disponeret	÷ 14.050	÷ 4.321	Passiver i alt	54.407	68.583

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	2.683	14.648	÷ 13.887	÷ 4.321	÷ 14.050
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,01	0,10	0,02	0,00	0,04
Medlemmernes formue (t.DKK)	54.091	109.545	72.148	68.315	54.386

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Latinamerika – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	3	1
I alt renteindtægter	3	1

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.303	2.466
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	13	0
I alt udbytter	2.317	2.466

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+15.106	+5.237
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	49	2
Valutakonti	74	38
Øvrige aktiver/passiver	+2	3
Handelsomkostninger	+75	+98
I alt kursgevinster og -tab	+15.060	+5.292

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+75	+98
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+75	+98

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	17	0	37	2
Managementhonorar	952	0	1.082	0
Fast administrationshonorar	158	0	164	0
I alt opdelte adm.omk.	1.126	0	1.282	2
I alt adm.omkostninger		1.126		1.285

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	182	211
I alt skat	182	211

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo		68.315		72.148
Emissioner i året		6.202		10.565
Indløsninger i året		+6.142		+10.170
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		61		94
Overførsel af periodens resultat		+14.050		+4.321
I alt medlemmernes formue		54.386		68.315

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,6	96,9
Øvrige finansielle instrumenter	1,3	0,1
I alt finansielle instrumenter	96,9	97,0
Øvrige aktiver og passiver	3,1	3,0
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 23,30 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt 25,73 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser

Markedet

I årets første halvdel af 2015 steg aktiekurserne, da svage økonomiske nøgletal i USA gav forhåbninger om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville udskyde sine renteforhøjelser. Disse kursstigninger blev dog efterfølgende elimineret som følge af svækkede valutaer og dystre økonomiske udsigter i regionen. Usikkerheden blev samtidig forøget af usikkerheden om opbremsningen i Kina og fortsat lave råvarepriser. Mod slutningen af året forhøjede Fed langt om længe renten, hvilket førte til en refleksmæssig kapitaludstrømning, men tabene blev begrænset, da renteforhøjelsen var ventet.

Chile og Mexico var de lande i regionen, der klarede sig bedst. Chile, som er nettoimportør af olie, nød godt af de svage energimarkeder, men de chilenske aktier faldt alligevel som følge af usikkerhed om regeringens planlagte reformer. En relativ robust økonomisk vækst drevet af den indenlandske efterspørgsel medførte derimod kursstigninger på de mexicanske aktier.

Brasilien var omvendt et af de lande i regionen, der klarede sig dårligst. Standard & Poor's nedjusterede landets kreditvurdering til »junk«-status på grund af usikkerhed om regeringens vilje til at sikre budgetdisciplin. Landet sank dybere ned i recession i tredje kvartal, og inflationen steg i november til det højeste niveau i 12 år.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,43 procentpoint højere end ændringen i benchmark. I Chile bidrog vores overvægt af Coca-Cola-tapperiet Embotelladora Andina til andelsklassens relative resultat. Kursen på selskabets aktier steg, da resultatet oversteg forventningerne på en forventning om konsolidering i branchen. Vores investeringer i de mexicanske lufthavnsoperatører Asur og OMA bidrog også positivt til resultatet, da begge selskaber fortsat oplever kraftig vækst i passagerallet og kommercielle indtægter. Der var omvendt et negativt bidrag fra vores investering i infrastrukturselskabet

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485878
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Brasilien	52,5%
Mexico	26,9%
Chile	11,4%
Colombia	2,8%
Danmark	2,7%
Øvrige inkl. likvide	3,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,77
Standardafvigelse	18,63
Tracking error	3,91
Information Ratio	-0,35
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,67
Standardafvigelse (benchm.)	19,34
Active share	64,49

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Grana y Montero som følge af en opbremsning i den økonomiske vækst i Peru og problemer omkring selskabets fremtidige projekter. Vores overvægt af Vale trak også ned i resultatet. Rekordlave priser på jernmalm og bekymring om skuffende økonomisk vækst i Kina tyngede fortsat det brasilianske mineselskab.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Da Brasilien og Mexico repræsenterer andelsklassens største absolutte positioner, følger vi nøje udviklingen i begge lande. I Brasilien er stemningen fortsat afdæmpet grundet fortsat økonomisk recession, stigende ledighed samt fortsat høj inflation. Den mexicanske økonomi var derimod ganske robust takket være bidrag fra indenlandske sektorer, men hvis olieprisen forbliver lav i lang tid, kan det skade landets indtjening og sætte de offentlige finanser under pres. På sektorniveau har andelsklassen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer. Omvendt har andelsklassen store positioner i forbrugerrettede aktier, som kan være sårbare over for stigende renter, der måske vil sænke privatforbruget.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank kom langt om længe med sin første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist, og det blev godt modtaget af investorerne. De latinamerikanske markeder er ikke immune over for refleksmæssige valutakursudsving og kapitaludstrømning, men de følgende renteforhøjelser ventes at ske gradvist, og økonomierne er nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetsselskaber med attraktive værdiansættelser. Vi fastholder vores strategi til trods for de aktuelle udfordringer, og vi er overbevist om

kvaliteten af vores investeringer, som grundlæggende set er sunde og veldrevne selskaber. Marginerne har stort set været uændrede takket være omkostningsbesparelser og effektivitetsforbedringer. Vi vil formentlig ikke se en større fremgang i selskabernes indtjening lige med det samme, men selskaberne i vores portefølje står godt positioneret til at klare sig igennem det udfordrende driftsmiljø. Den negative stemning og den fortsatte volatilitet har desuden ramt aktiekurserne over en bred kam, og det har givet os mulighed for at købe yderligere op i eksisterende aktier, som vi finder attraktive, og som vil give et pænt afkast på den lange bane. For 2016 har vi dog kun forventninger om moderat positive afkast.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i SEK (pct.)*	2,64	20,01	÷15,86	1,03	÷23,30
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	4,11	0,00	÷14,46	6,90	÷25,73
Indre værdi (SEK pr. andel)	102,64	123,17	103,63	104,70	80,31
Nettoresultat (t.DKK)*	2.683	14.648	÷12.718	÷3.592	÷11.490
Administrationsomkostninger (pct.)	1,70	1,75	1,73	1,73	1,72
Medlemmernes formue (t.DKK)	54.091	109.545	59.538	56.406	44.419
Antal andele	631.028	1.022.373	681.510	685.317	678.750
Stykstørrelse i SEK	100	100	100	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷10.572	÷2.539
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	918	1.053
Klassens resultat	÷11.490	÷3.592
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	56.406	59.538
Emissioner i året	4.840	10.519
Indløsninger i året	÷5.388	÷10.153
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	51	93
Overførsel af periodens resultat	÷11.490	÷3.592
Medlemmernes formue ultimo	44.419	56.406
Antal andele		
Andele primo året	685.317	681.510
Emissioner i året	59.473	117.049
Indløsninger i året	÷66.040	÷113.242
Andele ultimo året	678.750	685.317

Latinamerika, klasse NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 15,83 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 18,58 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser

Markedet

I årets første halvdel af 2015 steg aktiekurserne, da svage økonomiske nøgletal i USA gav forhåbninger om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville udskyde sine renteforhøjelser. Disse kursstigninger blev dog efterfølgende elimineret som følge af svækkede valutaer og dystre økonomiske udsigter i regionen. Usikkerheden blev samtidig forøget af usikkerheden om opbremsningen i Kina og fortsat lave råvarepriser. Mod slutningen af året forhøjede Fed langt om længe renten, hvilket førte til en refleksmæssig kapitaludstrømning, men tabene blev begrænset, da renteforhøjelsen var ventet.

Chile og Mexico var de lande i regionen, der klarede sig bedst. Chile, som er nettoimportør af olie, nød godt af de svage energimarkeder, men de chilenske aktier faldt alligevel som følge af usikkerhed om regeringens planlagte reformer. En relativ robust økonomisk vækst drevet af den indenlandske efterspørgsel medførte derimod kursstigninger på de mexicanske aktier.

Brasilien var omvendt et af de lande i regionen, der klarede sig dårligst. Standard & Poor's nedjusterede landets kreditvurdering til 'junk'-status på grund af usikkerhed om regeringens vilje til at sikre budgetdisciplin. Landet sank dybere ned i recession i tredje kvartal, og inflationen steg i november til det højeste niveau i 12 år.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,75 procentpoint højere end ændringen i benchmark. I Chile bidrog vores overvægt af Coca-Cola-tapperiet Embotelladora Andina til andelsklassens relative resultat. Kursen på selskabets aktier steg, da resultatet oversteg forventningerne på en forventning om konsolidering i branchen. Vores investeringer i de mexicanske lufthavnsoperatører Asur og OMA bidrog også positivt til resultatet, da begge selskaber fortsat oplever kraftig vækst i passagertallet og kommercielle indtægter. Der var omvendt et negativt bidrag fra vores investering i infrastrukturselskabet

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
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Brasilien	52,5%
Mexico	26,9%
Chile	11,4%
Colombia	2,8%
Danmark	2,7%
Øvrige inkl. likvide	3,7%

Nøgletal

Active share	64,49
--------------	-------

Latinamerika, klasse NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Grana y Montero som følge af en opbremsning i den økonomiske vækst i Peru og problemer omkring selskabets fremtidige projekter. Vores overvægt af Vale trak også ned i resultatet. Rekordlave priser på jernmalm og bekymring om skuffende økonomisk vækst i Kina tyngede fortsat det brasilianske mineselskab.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Da Brasilien og Mexico repræsenterer andelsklassens største absolutte positioner, følger vi nøje udviklingen i begge lande. I Brasilien er stemningen fortsat afdæmpet grundet fortsat økonomisk recession, stigende ledighed samt fortsat høj inflation. Den mexicanske økonomi var derimod ganske robust takket være bidrag fra indenlandske sektorer, men hvis olieprisen forbliver lav i lang tid, kan det skade landets indtjening og sætte de offentlige finanser under pres. På sektorniveau har andelsklassen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer. Omvendt har andelsklassen store positioner i forbrugerrettede aktier, som kan være sårbare over for stigende renter, der måske vil sænke privatforbruget.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank kom langt om længe med sin første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist, og det blev godt modtaget af investorerne. De latinamerikanske markeder er ikke immune over for refleksmæssige valutakursudsving og kapitaludstrømning, men de følgende renteforhøjelser ventes at ske gradvist, og økonomierne er nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetsselskaber med attraktive værdiansættelser. Vi fastholder vores strategi til trods for de aktuelle udfordringer, og vi er overbevist om kvaliteten af vores investeringer, som grundlæggende set er sunde og veldrevne selskaber. Marginerne har stort set været uændrede takket være omkostningsbesparelser og effektivitetsforbedringer. Vi vil formentlig ikke se en større fremgang i selskabernes indtjening lige med det samme, men selskaberne i vores portefølje står godt positioneret til at klare sig igennem det udfordrende driftsmiljø. Den negative stemning og den fortsatte volatilitet har desuden ramt aktiekurserne over en bred kam, og det har givet os mulighed for at købe yderligere op i eksisterende aktier, som vi finder attraktive, og som vil give et pænt afkast på den lange bane. For 2016 har vi dog kun forventninger om moderat positive afkast.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	÷5,66	2,47	÷15,83
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	÷8,01	8,38	÷18,58
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	94,19	96,51	81,23
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	÷1.169	÷729	÷2.560
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,73	1,73	1,72
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	12.610	11.909	9.967
Antal andele	-	-	150.020	150.344	158.090
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷2.352	÷509
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	208	220
Klassens resultat	÷2.560	÷729
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	11.909	12.610
Emissioner i året	1.362	46
Indløsninger i året	÷755	÷18
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	11	0
Overførsel af periodens resultat	÷2.560	÷729
Medlemmernes formue ultimo	9.967	11.909
Antal andele		
Andele primo året	150.344	150.020
Emissioner i året	18.703	515
Indløsninger i året	÷10.957	÷191
Andele ultimo året	158.090	150.344

Mix – Akkumulerende

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.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder andelsklassen sine investeringer på både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 3,64 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 1,25 pct., der steg 1,53 pct. i samme periode. Det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det globale aktiemarked gav et pænt afkast i 2015, men med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder faldt markant i andet halvår og endte med negativt afkast for hele 2015. Udviklingen skyldtes især uro omkring økonomisk vækst i Kina.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af store udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. Olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne negativt, da en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet i håb om at stimulere den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Renten på den danske statsobligation 3 % 2021 faldt samlet set fra 0,31 pct. til 0,27 pct.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2005

Risikoindikator [1-7]: 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060010841

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Danske obl.	50,3%
Danske aktier	4,3%
Udenlandske obl.	22,1%
Udenlandske akt.	23,2%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,11
Standardafvigelse	4,03

Mix – Akkumulerende

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i tre aktivklasser: Aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder.

Aktier bidrog særdeles positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Japan med stigninger på hhv. 41 pct. og 23 pct. Afdelingens andel af aktier varierede i løbet af året mellem 23 pct. og 35 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. Realkreditobligationer har i 2015 været presset af mange førtidsindfrielse, mens realkreditobligationer med variabel rente har lidt under de lave korte renter som følge af rentenedsættelserne fra Nationalbanken.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog negativt. Segmentet for virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed (high yield) var hårdt ramt med negative afkast for fondene Danske Invest US High Yield Bonds og Danske Invest Global High Yield Bonds på henholdsvis 9 pct. og 7 pct. Andelen af kreditobligationer lå mellem 21 pct. og 23 pct.

Det mest betydningsfulde for afdelingens udvikling var, at vi i juli reducerede aktieandelen, hvorefter vi øgede den igen i oktober. Vi reducerede i juli, fordi vi forventede en aftagende økonomisk vækst, mens vi øgede vores aktieandel i oktober, fordi vi vurderede, at nervositeten i markederne i august og september var aftagende, således at der igen ville komme fokus på den grundlæggende positive udvikling i global økonomi. Derfor øgede vi andelen af aktier i starten af oktober måned.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har afdelingen investeret 28 pct. af formuen i akter og 21 pct. af beholdningen i kreditobligationer. 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 udviklingen i Kina er den største risikofaktor ved indgangen til 2016. Mens de udviklede økonomier oplever økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig i mange lande i de nye markeder. De råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne, og afmatningen i Kina trækker ligeledes den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi vurderer, at risikoen for en kinesisk krise er lille på grund af,

at regeringen er stærk, men tager vi fejl, vil det forventeligt medføre tab på globale aktier samt obligationer fra nye markeder.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast for danske realkredit- og statsobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi en økonomisk vækstrate i USA på omkring 2,5 pct. til 3 pct., hvor den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug. Først og fremmest vil forbrugerne nyde godt af den markant lavere oliepris, som via lavere benzinpriser giver et øget råderum i privatøkonomien hos de amerikanske forbrugere. Vi forventer, at en del af dette råderum vil gå til forbrug af andre varer og tjenesteydelser, hvilket dermed vil bidrage til væksten i privatforbruget. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst.

I Europa forventer vi en økonomisk vækst i størrelsesordenen 2 pct. De positive impulser i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris vil forventeligt holde den økonomiske vækst lidt over 2 pct. i starten af 2016, men i løbet af året vil effekterne aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. Vores vurdering ligger højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten.

Vi forventer lavere økonomisk vækst i Kina primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren efter flere år med meget høj aktivitet. Vi forventer omvendt hverken økonomisk krise eller nedsmeltning, fordi det kinesiske bank-system er styret af regeringen, der suverænt bestemmer omfanget af udlån til at stimulere den økonomiske aktivitet.

Samlet set er vores syn på 2016 positivt. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og vi har særligt positive forventninger til europæiske aktier. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Mix – Akkumulerende

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	19.491	21.318	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	82	0	Indestående i depotselskab	1.680	4.624
3 Udbytter	23.684	24.815	I alt likvide midler	1.680	4.624
I alt renter og udbytter	43.093	46.133	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	1.202.132	1.032.345
Obligationer	÷29.604	9.523	Not. obl. fra udl. udstedere	25.063	25.175
Kapitalandele	89.558	70.740	I alt obligationer	1.227.195	1.057.520
Valutakonti	118	278	Kapitalandele:		
Øvrige aktiver/passiver	0	0	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷296	÷32	inv- og specialforeninger	1.122.266	1.156.028
I alt kursgevinster og -tab	59.776	80.509	Inv-beviser i andre udl.		
I alt indtægter	102.869	126.642	inv- og specialforeninger	39.547	0
6 Administrationsomkostninger	25.879	21.012	I alt kapitalandele	1.161.813	1.156.028
Resultat før skat	76.989	105.630	Andre aktiver:		
7 Skat	83	1.935	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.573	7.379
Årets nettoresultat	76.906	103.696	Andre tilgodehavender	21	0
Overskudsdisponering			Aktuelle skatteaktiver	2.224	0
Overført til formuen	76.906	103.696	I alt andre aktiver	7.818	7.379
I alt disponeret	76.906	103.696	Aktiver i alt	2.398.506	2.225.551
			Passiver		
			8 Medlemmernes formue	2.398.506	2.155.368
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	0	318
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	69.865
			I alt anden gæld	0	70.183
			Passiver i alt	2.398.506	2.225.551

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷2,07	10,16	5,00	5,40	3,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	113,24	124,75	130,99	138,06	143,08
Nettoresultat (t.DKK)	÷40.141	170.325	90.105	103.696	76.906
Administrationsomkostninger (pct.)	1,10	1,10	1,12	1,04	1,09
ÅOP	1,34	1,36	1,37	1,27	1,22
Omsætningshastighed (antal gange)	0,67	0,24	0,36	0,39	0,37
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.707.482	1.825.805	1.875.359	2.155.368	2.398.506
Antal andele	15.078.231	14.635.800	14.317.081	15.612.025	16.763.656
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Mix – Akkumulerende

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	19.363	21.033
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	127	285
I alt renteindtægter	19.491	21.318

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	82	0
I alt renteudgifter	82	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2015	2014
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	23.684	24.815
I alt udbytter	23.684	24.815

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+29.492	9.248
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+113	276
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	42	7
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	89.547	70.733
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	+31	0
Valutakonti	118	278
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	+296	+32
I alt kursgevinster og -tab	59.776	80.509

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+340	+37
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	44	4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+296	+32

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	65	0	8	0
Øvrige omkostninger	7	0	59	33
Managementhonorar	23.442	0	19.051	0
Fast administrationshonorar	2.365	0	1.861	0
I alt opdelte adm.omk.	25.879	0	20.979	33
I alt adm.omkostninger		25.879		21.012

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 15.398 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	83	1.935
I alt skat	83	1.935

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	15.612.025	2.155.368	14.317.081	1.875.359
Emissioner i året	1.460.000	210.052	1.417.000	192.020
Indløsninger i året	+308.369	+44.403	+122.056	+16.222
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		583		515
Overførsel af periodens resultat		76.906		103.696
I alt medlemmernes formue	16.763.656	2.398.506	15.612.025	2.155.368

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015		2014	
--------------------------------	------	--	------	--

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		90,4		94,9
Øvrige finansielle instrumenter		9,2		7,8
I alt finansielle instrumenter		99,6		102,7
Øvrige aktiver og passiver		0,4		+2,7
I alt		100,0		100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

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 31.12.2015	Egenkapital 31.12.2014
	Ejerandel 1.000 DKK	Ejerandel 1.000 DKK
Em Ma Debt H C - Acc	7,51 1.515.630	0,00 0

Mix Defensiv – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder afdelingen sine investeringer på både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige

typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 2,44 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct., der steg 1,03 pct. i samme periode. Det har indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det globale aktiemarked gav et pænt afkast i 2015, men med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder faldt markant i andet halvår og endte med negativt afkast for hele 2015. Udviklingen skyldtes især uro omkring økonomisk vækst i Kina.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af store udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne negativt, da en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet i håb om at stimulere den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2010

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060228633

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Danske obl.	61,7%
Danske aktier	2,7%
Udenlandske obl.	21,1%
Udenlandske akt.	14,1%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,00
Standardafvigelse	2,87

Mix Defensiv – Akkumulerende

danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Renten på den danske statsobligation 3 % 2021 faldt samlet set fra 0,31 pct. til 0,27 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i tre aktivklasser - aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder.

Aktier bidrog særdeles positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Japan med stigninger på hhv. 41 pct. og 23 pct. Afdelingens andel af aktier varierede i løbet af året mellem 13 pct. og 22 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. Realkreditobligationer har i 2015 været presset af mange førtidsindfrielse, mens realkreditobligationer med variabel rente har lidt under de lave korte renter som følge af rentesættelserne fra Nationalbanken.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog negativt. Segmentet for virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed (high yield) var hårdt ramt med negative afkast for fondene Danske Invest US High Yield Bonds og Danske Invest Global High Yield Bonds på henholdsvis 9 pct. og 7 pct. Andelen af kreditobligationer lå mellem 21 pct. og 23 pct.

Det mest betydningsfulde for afdelingens udvikling var, at vi i juli reducerede aktieandelen, hvorefter vi øgede den igen i oktober. Vi reducerede i juli, fordi vi forventede en aftagende økonomisk vækst, mens vi øgede vores aktieandel i oktober, fordi vi vurderede, at nervøsiteten i markederne i august og september var aftagende, således at der igen ville komme fokus på den grundlæggende positive udvikling i global økonomi. Derfor øgede vi andelen af aktier i starten af oktober måned.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har afdelingen investeret 17 pct. af formuen i akter og 22 pct. af beholdningen i kreditobligationer. 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 udviklingen i Kina er den største risikofaktor ved indgangen til 2016. Mens de udviklede økonomier oplever økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig i mange lande i de nye markeder. De råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i

råvarepriserne, og afmatningen i Kina trækker ligeledes den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi vurderer, at risikoen for en kinesisk krise er lille på grund af, at regeringen er stærk, men tager vi fejl, vil det forventeligt medføre tab på globale aktier samt obligationer fra nye markeder.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast for danske realkredit- og statsobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi en økonomisk vækstrate i USA på omkring 2,5 pct. til 3 pct., hvor den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug. Først og fremmest vil forbrugerne nyde godt af den markant lavere oliepris, som via lavere benzinpriser giver et øget råderum i privatøkonomien hos de amerikanske forbrugere. Vi forventer, at en del af dette råderum vil gå til forbrug af andre varer og tjenesteydelser, hvilket dermed vil bidrage til væksten i privatforbruget. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst.

I Europa forventer vi en økonomisk vækst i størrelsesordenen 2 pct. De positive impulser i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris vil forventeligt holde den økonomiske vækst lidt over 2 pct. i starten af 2016, men i løbet af året vil effekterne aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. Vores vurdering ligger højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten.

Vi forventer lavere økonomisk vækst i Kina primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren efter flere år med meget høj aktivitet. Vi forventer omvendt hverken økonomisk krise eller nedsmeltning, fordi det kinesiske bank-system er styret af regeringen, der suverænt bestemmer omfanget af udlån til at stimulere den økonomiske aktivitet.

Samlet set er vores syn på 2016 positivt. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og vi har særligt positive forventninger til europæiske aktier. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Mix Defensiv – Akkumulerende

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	14.747	16.262	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	69	0	Indestående i depotselskab	6.497	4.266
3 Udbytter	10.611	13.289	I alt likvide midler	6.497	4.266
I alt renter og udbytter	25.288	29.551	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	960.589	817.327
Obligationer	÷10.510	÷6.071	I alt obligationer	960.589	817.327
Kapitalandele	34.023	29.869	Kapitalandele:		
Valutakonti	41	130	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷127	÷32	inv- og specialforeninger	574.165	590.479
I alt kursgevinster og -tab	23.427	23.897	Inv-beviser i andre udl.		
I alt indtægter	48.715	53.447	inv- og specialforeninger	15.845	0
6 Administrationsomkostninger	15.356	12.591	I alt kapitalandele	590.010	590.479
Resultat før skat	33.360	40.856	Andre aktiver:		
7 Skat	326	1.083	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.735	7.838
Årets nettoresultat	33.034	39.774	Aktuelle skatteaktiver	872	0
Overskudsdisponering			I alt andre aktiver	6.607	7.838
Overført til formuen	33.034	39.774	Aktiver i alt	1.563.704	1.419.910
I alt disponeret	33.034	39.774	Passiver		
			8 Medlemmernes formue	1.563.688	1.419.634
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	15	276
			I alt anden gæld	15	276
			Passiver i alt	1.563.704	1.419.910

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	0,59	7,37	3,34	3,19	2,44
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,38	110,99	114,70	118,36	121,26
Nettoresultat (t.DKK)	4.699	70.117	37.692	39.774	33.034
Administrationsomkostninger (pct.)	0,99	0,99	1,00	0,95	1,00
ÅOP	1,23	1,23	1,25	1,18	1,13
Omsætningshastighed (antal gange)	0,52	0,26	0,40	0,35	0,36
Medlemmernes formue (t.DKK)	922.117	1.119.878	1.218.947	1.419.634	1.563.688
Antal andele	8.919.700	10.089.457	10.626.811	11.993.733	12.895.629
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Mix Defensiv – Akkumulerende

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	14.747	16.210
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	51
I alt renteindtægter	14.747	16.262

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	69	0
I alt renteudgifter	69	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	10.611	13.289
I alt udbytter	10.611	13.289

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+10.510	+6.177
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	106
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	34.039	29.869
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	+17	0
Valutakonti	41	130
Handelsomkostninger	+127	+32
I alt kursgevinster og -tab	23.427	23.897

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+148	+38
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	22	6
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+127	+32

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	38	26
Managementhonorar	13.822	0	11.306	0
Fast administrationshonorar	1.533	0	1.222	0
I alt opdelt adm.omk.	15.356	0	12.565	26
I alt adm.omkostninger		15.356		12.591

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 7.507 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	326	1.083
I alt skat	326	1.083

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	11.993.733	1.419.634	10.626.811	1.218.947
Emissioner i året	1.233.500	151.066	1.497.000	175.570
Indløsninger i året	+331.604	+40.506	+130.078	+15.046
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		460		389
Overførsel af periodens resultat		33.034		39.774
I alt medlemmernes formue	12.895.629	1.563.688	11.993.733	1.419.634

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,2	89,6
Øvrige finansielle instrumenter	9,9	9,6
I alt finansielle instrumenter	99,2	99,2
Øvrige akiver og passiver	0,8	0,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Mix Obligationer

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markeds-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.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markeds-lande, hvilket vil sige lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen på alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder/emerging markeds, event-risici, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,84 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct., så stigningen i alt blev på 0,78 pct. i samme periode.

Markedet

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af større udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. Olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne, fordi en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet. Tiltaget havde til hensigt at øge den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Renten på den danske statsobligation 3% 2021 faldt samlet set fra 0,31 pct. til 0,27 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer - primært stats- og realkreditobligationer; udenlandske obligationer - primært statsobligationer og realkreditlignende obligationer samt indeksobligationer samt kreditobligationer, herunder virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder. Alle tre segmenter bidrog negativt til afkastet.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et negativt afkast på cirka 1 pct. Tre faktorer påvirkede afkastet negativt: For det første har realkreditobligationer i 2015 været pressede af mange førtidsindfrielse som følge af faldende renter.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2012

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060430627

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	29,5%
1-3 år	27,8%
3-5 år	19,7%
5-10 år	21,4%
Over 10 år	0,1%
Øvrige inkl. likvide	1,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,27
Standardafvigelse	2,22

Mix Obligationer

Desuden har realkreditobligationer med variabel rente lidt under de lave korte renter som følge af rentenedsættelserne fra Nationalbanken, og sidst var realkreditmarkedet præget af illikviditet, fordi Nationalbanken stoppede udstedelsen af danske statsobligationer. Som eksempel var afkastet negativt med 3 pct. på beholdningen af konverterbare realkreditobligationer med 2 pct. kuponrente og 20 års restløbetid.

Afdelingens andel af udenlandske obligationer påvirkede stort set ikke det samlede afkast. Ved årets start var der en mindre andel globale indeksobligationer, som vi solgte i juni på grund af lave inflationsforventninger.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog negativt. Segmentet for virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed, der også hedder high yield-obligationer, var hårdt ramt eksempelvis med negative afkast for fondene Danske Invest US High Yield Bonds og Danske Invest Global High Yield Bonds på henholdsvis 10 pct. og 7 pct. Andelen af kreditobligationer lå mellem 18 pct. og 29 pct.

På den positive side reducerede vi andelen af kreditobligationer markant i juli, før usikkerheden om Kina tog fart. Vi solgte cirka 8 pct. til fordel for køb af danske obligationer. Kreditobligationerne faldt efter salget.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har afdelingen investeret 20 pct. af formuen 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 særligt en risiko dominerer lige nu, hvilket er udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier oplever økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig i mange lande i de nye markeder. De råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Afmatningen i Kina trækker ligeledes den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Der er en risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder - og i særdeleshed Kina - kan give markante, negative reaktioner på de finansielle markeder.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi en økonomisk vækstrate i USA på omkring 2,5 pct. til 3 pct., hvor den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug. Først og fremmest vil forbrugerne nyde godt af den markant lavere oliepris, som via lavere benzinpriser giver et øget råderum i privatøkonomien hos de amerikanske forbrugere. Vi forventer, at en del af dette råderum vil gå til forbrug af andre varer og tjenesteydelser, hvilket dermed vil bidrage til væksten i privatforbruget. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst.

I Europa forventer vi en økonomisk vækst i størrelsesordenen 2 pct. De positive impulser i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris vil forventeligt holde væksten lidt over 2 pct. i starten af 2016, men i løbet af året vil effekten aftage, og vi forventer, at væksten falder til lidt under 2 pct. Vores vurdering ligger højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten.

Vi forventer lavere økonomisk vækst i Kina primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren efter flere år med meget høj aktivitet. Vi forventer omvendt hverken økonomisk krise eller nedsmeltning, fordi det kinesiske bank-system er styret af regeringen, der suverænt bestemmer omfanget af udlån til at stimulere den økonomiske aktivitet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Mix Obligationer

Resultatopgørelse		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	50.565	53.491
2 Renteudgifter	142	0
3 Udbytter	23.562	33.291
I alt renter og udbytter	73.985	86.782
4 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	÷82.238	36.498
Kapitalandele	÷41.085	2.806
Afledte finansielle instr.	÷1	÷73
Valutakonti	0	75
5 Handelsomkostninger	÷17	÷15
I alt kursgevinster og -tab	÷123.341	39.291
I alt indtægter	÷49.356	126.073
6 Administrationsomkostninger	31.541	26.747
Resultat før skat	÷80.897	99.326
Skat	0	0
Årets nettoresultat	÷80.897	99.326
Overskudsdisponering		
Foreslået udlodning	7.569	78.591
Overført til udlodning næste år	2.305	120
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	9.874	78.711
Overført til formuen	÷90.770	20.615
I alt disponeret	÷80.897	99.326

Balance		
	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	447	846
I alt likvide midler	447	846
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	3.034.496	2.827.947
I alt obligationer	3.034.496	2.827.947
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	745.797	899.917
I alt kapitalandele	745.797	899.917
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	11.801	17.827
I alt andre aktiver	11.801	17.827
Aktiver i alt	3.792.542	3.746.537
Passiver		
8 Medlemmernes formue	3.786.922	3.560.949
Afledte finansielle instrumenter:		
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	123	944
Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.497	184.643
I alt anden gæld	5.620	185.587
Passiver i alt	3.792.542	3.746.537

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)*	2,98	0,80	3,22	÷1,84
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,98	103,80	104,21	100,06
Nettoresultat (t.DKK)*	28.421	12.297	99.326	÷80.897
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	2,90	2,30	0,20
Administrationsomkostninger (pct.)	0,80	0,84	0,80	0,80
ÅOP	1,04	1,05	1,02	0,86
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,09	0,70	0,27	0,40
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.620.123	3.079.075	3.560.949	3.786.922
Antal andele	15.732.000	29.663.128	34.170.032	37.845.883
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Mix Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	50.009	52.785
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	556	705
I alt renteindtægter	50.565	53.491

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	142	0
I alt renteudgifter	142	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2015	2014
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	23.562	33.291
I alt udbytter	23.562	33.291

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+82.253	35.376
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	15	1.122
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	+41.085	2.806
Terminsforetninger/futures m.m.	+1	+73
Valutakonti	0	75
Handelsomkostninger	+17	+15
I alt kursgevinster og -tab	+123.341	39.291

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+28	+22
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	11	7
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+17	+15

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	95	81
Managementhonorar	27.598	0	23.493	0
Fast administrationshonorar	3.943	0	3.078	0
I alt opdeltede adm.omk.	31.541	0	26.666	81
I alt adm.omkostninger		31.541		26.747

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 10.198 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter		73.985		86.782
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.		142		0
Kursgevinst til udlodning		+44.043		2.811
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster		559		7.541
Udlodning overført fra sidste år		120		0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	30.762			97.134
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		31.541		26.747
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser		10.198		8.409
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		455		+84
I alt til rådighed for udlodning, netto		9.874		78.711

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	34.170.032	3.560.949	29.663.128	3.079.075
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+78.591		+86.023
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+209		1.203
Emissioner i året	12.169.748	1.253.754	7.157.731	741.231
Indløsninger i året	+8.493.897	+870.002	+2.650.827	+274.822
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.918		959
Foreslået udlodning		7.569		78.591
Overførsel af periodens resultat		+90.770		20.615
Overført til udlodning næste år		2.305		120
I alt medlemmernes formue	37.845.883	3.786.922	34.170.032	3.560.949

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	104,7
I alt finansielle instrumenter	99,8	104,7
Øvrige akiver og passiver	0,2	+4,7
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Mix Obligationer – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markeds-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.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markeds-lande, hvilket vil sige lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen på alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder/emerging markets, event-risici, selskabs-specifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,88 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct., så stigningen i alt blev på 0,78 pct. i samme periode.

Markedet

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af større udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. Olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne, fordi en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet. Tiltaget havde til hensigt at øge den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Renten på den danske statsobligation 3% 2021 faldt samlet set fra 0,31 pct. til 0,27 pct.

Afdelingens investeringer kan inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer – primært stats- og realkreditobligationer; udenlandske obligationer – primært statsobligationer og realkreditlignende obligationer samt indeksobligationer samt kreditobligationer; herunder virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder. Alle tre segmenter bidrog negativt til afkastet.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et negativt afkast på cirka 1 pct. Tre faktorer påvirkede afkastet negativt: For det første har realkreditobligationer i 2015 været presede af mange førtidsindfrielse som følge af faldende renter.

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	32,8%
1-3 år	22,2%
3-5 år	21,5%
5-10 år	22,2%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,29
Standardafvigelse	2,18

Mix Obligationer – Akkumulerende

Desuden har realkreditobligationer med variabel rente lidt under de lave korte renter som følge af rentenedsættelserne fra Nationalbanken, og sidst var realkreditmarkedet præget af illikviditet, fordi Nationalbanken stoppede udstedelsen af danske statsobligationer. Som eksempel var afkastet negativt med 3 pct. på beholdningen af konverterbare realkreditobligationer med 2 pct. kuponrente og 20 års restløbetid.

Afdelingens andel af udenlandske obligationer påvirkede stort set ikke det samlede afkast. Ved årets start var der en mindre andel globale indeksobligationer, som vi solgte i juni på grund af lave inflationsforventninger.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog negativt. Segmentet for virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed, der også hedder high yield-obligationer, var hårdt ramt eksempelvis med negative afkast for fondene Danske Invest US High Yield Bonds og Danske Invest Global High Yield Bonds på henholdsvis 10 pct. og 7 pct. Andelen af kreditobligationer lå mellem 18 pct. og 29 pct.

På den positive side reducerede vi andelen af kreditobligationer markant i juli, før usikkerheden om Kina tog fart. Vi solgte cirka 8 pct. til fordel for køb af danske obligationer. Kreditobligationerne faldt efter salget.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har afdelingen investeret 20 pct. af formuen 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 særligt en risiko dominerer lige nu, hvilket er udviklingen i Kina. Mens verdens udviklede økonomier oplever økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig i mange lande i de nye markeder. De råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne. Afmatningen i Kina trækker ligeledes den økonomiske vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Der er en risiko for, at eventuelt dårlige nyheder fra netop nye markeder – og i særdeleshed Kina – kan give markante, negative reaktioner på de finansielle markeder.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi en økonomisk vækstrate i USA på omkring 2,5 pct. til 3 pct., hvor den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug. Først og fremmest vil forbrugerne nyde godt af den markant lavere oliepris, som via lavere benzinpriser giver et øget råderum i privatøkonomien hos de amerikanske forbrugere. Vi forventer, at en del af dette råderum vil gå til forbrug af andre varer og tjenesteydelser, hvilket dermed vil bidrage til væksten i privatforbruget. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst.

I Europa forventer vi en økonomisk vækst i størrelsesordenen 2 pct. De positive impulser i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris vil forventeligt holde væksten lidt over 2 pct. i starten af 2016, men i løbet af året vil effekten aftage, og vi forventer, at væksten falder til lidt under 2 pct. Vores vurdering ligger højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækspotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten.

Vi forventer lavere økonomisk vækst i Kina primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren efter flere år med meget høj aktivitet. Vi forventer omvendt hverken økonomisk krise eller nedsmeltning, fordi det kinesiske bank-system er styret af regeringen, der suverænt bestemmer omfanget af udlån til at stimulere den økonomiske aktivitet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Mix Obligationer – Akkumulerende

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK	
Renter og udbytter:					Aktiver
1 Renteindtægter	13.788	14.243			Likvide midler:
2 Renteudgifter	48	0			Indestående i depotselskab
3 Udbytter	2.250	4.550	1.285	1.818	I alt likvide midler
I alt renter og udbytter	15.990	18.793	1.285	1.818	Obligationer:
4 Kursgevinster og -tab:					Not. obl. fra danske udstedere
Obligationer	÷23.914	10.223	907.238	769.095	I alt obligationer
Kapitalandele	÷6.194	4.866	907.238	769.095	Kapitalandele:
Afledte finansielle instr.	÷1.265	70			Inv-beviser i andre danske
Valutakonti	216	195			inv- og specialforeninger
5 Handelsomkostninger	÷13	÷11	227.423	256.022	I alt kapitalandele
I alt kursgevinster og -tab	÷31.170	15.343	227.423	256.022	Afl. finansielle instr.:
I alt indtægter	÷15.180	34.136			Unot. afl. finansielle instr.
6 Administrationsomkostninger	9.065	7.439	2	5	I alt afledte finansielle instr.
Resultat før skat	÷24.245	26.698	2	5	Andre aktiver:
Skat	0	0	3.479	4.638	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.
Årets nettoresultat	÷24.245	26.698	3.479	4.638	I alt andre aktiver
Overskudsdisponering					Aktiver i alt
Overført til formuen	÷24.245	26.698	1.139.428	1.031.577	
I alt disponeret	÷24.245	26.698			Passiver
					7 Medlemmernes formue
			1.139.288	991.342	Afledte finansielle instrumenter:
					Unot. afl. finansielle instr.
			104	58	I alt afledte finansielle instr.
			104	58	Anden gæld:
					Skyldige omkostninger
			36	254	Mellemvær. vedr. handelsafv.
			0	39.923	I alt anden gæld
			36	40.177	Passiver i alt
			1.139.428	1.031.577	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	0,81	0,44	0,85	3,27	÷1,88
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,47	108,95	109,87	113,47	111,34
Nettoresultat (t.DKK)	980	617	1.610	26.698	÷24.245
Administrationsomkostninger (pct.)	0,64	0,73	0,83	0,80	0,80
ÅOP	0,85	0,98	1,05	1,02	0,86
Omsætningshastighed (antal gange)	0,08	1,42	0,15	0,31	0,53
Medlemmernes formue (t.DKK)	179.403	282.065	761.589	991.342	1.139.288
Antal andele	1.653.916	2.588.916	6.931.578	8.736.634	10.232.854
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Mix Obligationer – Akkumulerende

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	13.763	14.065
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	25	178
I alt renteindtægter	13.788	14.243

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	48	0
I alt renteudgifter	48	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	2.250	4.550
I alt udbytter	2.250	4.550

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+23.914	9.944
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	280
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	+6.194	4.866
Terminsfremtninger/futures m.m.	+1.265	70
Valutakonti	216	195
Handelsomkostninger	+13	+11
I alt kursgevinster og -tab	+31.170	15.343

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+17	+18
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4	7
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+13	+11

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	25	21
Managementhonorar	7.932	0	6.531	0
Fast administrationshonorar	1.133	0	862	0
I alt opdelt adm.omk.	9.065	0	7.418	21
I alt adm.omkostninger		9.065		7.439

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 2.846 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

2015 2014

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	8.736.634	991.342	6.931.578	761.589
Emissioner i året	2.179.123	247.963	2.784.950	313.461
Indløsninger i året	+682.903	+76.422	+979.894	+111.265
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		650		859
Overførsel af periodens resultat		+24.245		26.698
I alt medlemmernes formue	10.232.854	1.139.288	8.736.634	991.342

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,3	89,0
Øvrige finansielle instrumenter	13,3	14,4
I alt finansielle instrumenter	99,6	103,4
Øvrige aktiver og passiver	0,4	+3,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

INV.BEVISER I DANSKE OG UDENLANDSKE INV. OG SPECIALFORENINGER I 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende noterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Ejerandel	Egenkapital 31.12.2015 1.000 DKK	Ejerandel	Egenkapital 31.12.2014 1.000 DKK
Em Ma Debt H C - Acc	5,11	1.515.630	0,00	0

Mix Offensiv – Akkumulerende

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder afdelingen sine investeringer på både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering

og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 7,39 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 2,00 pct., der steg 2,28 pct. i samme periode. Det har indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det globale aktiemarked gav et pænt afkast i 2015, men med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder faldt markant i andet halvår og endte med negativt afkast for hele 2015. Udviklingen skyldtes især uro omkring økonomisk vækst i Kina.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af store udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. Olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne negativt, da en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet i håb om at stimulere den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

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.	36,0%
Danske aktier	7,5%
Udenlandske obl.	18,3%
Udenlandske akt.	37,4%
Øvrige inkl. likvide	0,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,26
Standardafvigelse	5,71

Mix Offensiv – Akkumulerende

Renten på den danske statsobligation 3 % 2021 faldt samlet set fra 0,31 pct. til 0,27 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i tre aktivklasser: Aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder.

Aktier bidrog særdeles positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Japan med stigninger på hhv. 41 pct. og 23 pct. Afdelingens andel af aktier varierede i løbet af året mellem 39 pct. og 59 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. Realkreditobligationer har i 2015 været presset af mange førtidsindfrielse, mens realkreditobligationer med variabel rente har lidt under de lave korte renter som følge af rentenedsættelserne fra Nationalbanken.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog negativt. Segmentet for virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed (high yield) var hårdt ramt med negative afkast for fondene Danske Invest US High Yield Bonds og Danske Invest Global High Yield Bonds på henholdsvis 9 pct. og 7 pct. Andelen af kreditobligationer lå mellem 18 pct. og 23 pct.

Det mest betydningsfulde for afdelingens udvikling var, at vi i juli reducerede aktieandelen, hvorefter vi øgede den igen i oktober. Vi reducerede i juli, fordi vi forventede en aftagende økonomisk vækst, mens vi øgede vores aktieandel i oktober, fordi vi vurderede, at nervositeten i markederne i august og september var aftagende, således at der igen ville komme fokus på den grundlæggende positive udvikling i global økonomi. Derfor øgede vi andelen af aktier i starten af oktober måned.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har afdelingen investeret 45 pct. af formuen i akter og 48 pct. af beholdningen i kreditobligationer. 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 udviklingen i Kina er den største risikofaktor ved indgangen til 2016. Mens de udviklede økonomier oplever økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig i mange lande i de nye markeder. De råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne, og afmatningen i Kina trækker ligeledes den økonomiske

vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi vurderer, at risikoen for en kinesisk krise er lille på grund af, at regeringen er stærk, men tager vi fejl, vil det forventeligt medføre tab på globale aktier samt obligationer fra nye markeder.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast for danske realkredit- og statsobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi en økonomisk vækstrate i USA på omkring 2,5 pct. til 3 pct., hvor den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug. Først og fremmest vil forbrugerne nyde godt af den markant lavere oliepris, som via lavere benzinpriser giver et øget råderum i privatøkonomien hos de amerikanske forbrugere. Vi forventer, at en del af dette råderum vil gå til forbrug af andre varer og tjenesteydelser, hvilket dermed vil bidrage til væksten i privatforbruget. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst.

I Europa forventer vi en økonomisk vækst i størrelsesordenen 2 pct. De positive impulser i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris vil forventeligt holde den økonomiske vækst lidt over 2 pct. i starten af 2016, men i løbet af året vil effekterne aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. Vores vurdering ligger højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten.

Vi forventer lavere økonomisk vækst i Kina primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren efter flere år med meget høj aktivitet. Vi forventer omvendt hverken økonomisk krise eller nedsmeltning, fordi det kinesiske bank-system er styret af regeringen, der suverænt bestemmer omfanget af udlån til at stimulere den økonomiske aktivitet.

Samlet set er vores syn på 2016 positivt. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og vi har særligt positive forventninger til europæiske aktier. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Mix Offensiv – Akkumulerende

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3.050	2.608	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	46	0	Indestående i depotselskab	6.148	4.173
3 Udbytter	9.685	4.707	I alt likvide midler	6.148	4.173
I alt renter og udbytter	12.690	7.316	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	261.889	137.805
Obligationer	÷3.451	1.378	I alt obligationer	261.889	137.805
Kapitalandele	35.179	23.229	Kapitalandele:		
Valutakonti	68	107	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷140	÷38	inv- og specialforeninger	440.426	361.913
I alt kursgevinster og -tab	31.656	24.676	Inv-beviser i andre udl.		
I alt indtægter	44.346	31.992	inv- og specialforeninger	19.393	0
6 Administrationsomkostninger	7.795	4.556	I alt kapitalandele	459.819	361.913
Resultat før skat	36.550	27.435	Andre aktiver:		
7 Skat	324	516	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.297	1.070
Årets nettoresultat	36.226	26.919	Andre tilgodehavender	6	0
Overskudsdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.102
Overført til formuen	36.226	26.919	Aktuelle skatteaktiver	1.019	0
I alt disponeret	36.226	26.919	I alt andre aktiver	2.322	2.171
			Aktiver i alt	730.178	506.062
			Passiver		
			8 Medlemmernes formue	730.178	497.535
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	0	44
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	8.484
			I alt anden gæld	0	8.528
			Passiver i alt	730.178	506.062

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷4,07	13,80	7,85	7,33	7,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,09	117,32	126,53	135,81	145,84
Nettoresultat (t.DKK)	÷8.611	26.096	18.152	26.919	36.226
Administrationsomkostninger (pct.)	1,24	1,23	1,25	1,16	1,23
ÅOP	1,49	1,49	1,54	1,41	1,39
Omsætningshastighed (antal gange)	0,43	0,25	0,40	0,31	0,36
Medlemmernes formue (t.DKK)	181.648	217.658	298.103	497.535	730.178
Antal andele	1.762.000	1.855.203	2.355.961	3.663.461	5.006.561
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Mix Offensiv – Akkumulerende

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.050	2.594
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	14
I alt renteindtægter	3.050	2.608

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	46	0
I alt renteudgifter	46	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	9.685	4.707
I alt udbytter	9.685	4.707

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷3.451	1.348
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	30
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	35.197	23.229
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷18	0
Valutakonti	68	107
Handelsomkostninger	÷140	÷38
I alt kursgevinster og -tab	31.656	24.676

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷204	÷65
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	64	27
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷140	÷38

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	11	4
Managementhonorar	7.035	0	4.101	0
Fast administrationshonorar	761	0	441	0
I alt opdelt adm.omk.	7.795	0	4.552	4
I alt adm.omkostninger		7.795		4.556

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 5.794 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	324	516
I alt skat	324	516

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.663.461	497.535	2.355.961	298.103
Emissioner i året	1.363.100	198.792	1.327.500	174.768
Indløsninger i året	÷20.000	÷2.912	÷20.000	÷2.674
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		537		419
Overførsel af periodens resultat		36.226		26.919
I alt medlemmernes formue	5.006.561	730.178	3.663.461	497.535

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,5	89,8
Øvrige finansielle instrumenter	10,4	10,7
I alt finansielle instrumenter	98,8	100,4
Øvrige akiver og passiver	1,2	÷0,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Mix Offensiv Plus – Akkumulerende

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 investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Dermed spreder afdelingen sine investeringer på både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer afhænger af vores forventninger til markedsudviklingen, hvilket sker under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering

og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 9,48 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 2,50 pct., der steg 1,23 pct. i samme periode. Det har indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det globale aktiemarked gav et pænt afkast i 2015, men med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder faldt markant i andet halvår og endte med negativt afkast for hele 2015. Udviklingen skyldtes især uro omkring økonomisk vækst i Kina.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af store udsving i løbet af året. Året startede med positive afkast, men det aftog i løbet af andet kvartal. Den negative udvikling fortsatte i efteråret på grund af usikkerhed om den kinesiske valuta, der betød tilbagefald for obligationer fra nye markeder udstedt i lokal valuta. Olieprisfaldet påvirkede virksomhedsobligationerne negativt, da en række virksomheder har indtægter fra olieproduktion.

2015 startede med rentefald efter, at Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede renten og påbegyndte opkøb af obligationer i markedet i håb om at stimulere den økonomiske vækst. I Danmark stoppede man endvidere udstedelsen af danske statsobligationer for at opretholde fastkurspolitikken. Renteniveauet for danske statsobligationer bundede ud i februar og steg over resten af året med udsving undervejs.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2010

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060228989

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Danske obl.	23,5%
Danske aktier	9,5%
Udenlandske obl.	15,2%
Udenlandske akt.	49,5%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,28
Standardafvigelse	6,84

Mix Offensiv Plus – Akkumulerende

Renten på den danske statsobligation 3 % 2021 faldt samlet set fra 0,31 pct. til 0,27 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i tre aktivklasser: Aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder.

Aktier bidrog særdeles positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Japan med stigninger på hhv. 41 pct. og 23 pct. Afdelingens andel af aktier varierede i løbet af året mellem 53 pct. og 70 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. Realkreditobligationer har i 2015 været presset af mange førtidsindfrielse, mens realkreditobligationer med variabel rente har lidt under de lave korte renter som følge af rentenedsættelserne fra Nationalbanken.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog negativt. Segmentet for virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed (high yield) var hårdt ramt med negative afkast for fondene Danske Invest US High Yield Bonds og Danske Invest Global High Yield Bonds på henholdsvis 9 pct. og 7 pct. Andelen af kreditobligationer lå mellem 15 pct. og 22 pct.

Det mest betydningsfulde for afdelingens udvikling var, at vi i juli reducerede aktieandelen, hvorefter vi øgede den igen i oktober. Vi reducerede i juli, fordi vi forventede en aftagende økonomisk vækst, mens vi øgede vores aktieandel i oktober, fordi vi vurderede, at nervøsiteten i markederne i august og september var aftagende, således at der igen ville komme fokus på den grundlæggende positive udvikling i global økonomi. Derfor øgede vi andelen af aktier i starten af oktober måned.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved indgangen til 2016 har afdelingen investeret 59 pct. af formuen i akter og 15 pct. af beholdningen i kreditobligationer. 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 renteudviklingen.

Vi vurderer, at udviklingen i Kina er den største risikofaktor ved indgangen til 2016. Mens de udviklede økonomier oplever økonomisk fremgang, er situationen anderledes alvorlig i mange lande i de nye markeder. De råvareproducerende lande i de nye markeder er blevet hårdt ramt af de drastiske fald i råvarepriserne, og afmatningen i Kina trækker ligeledes den økonomiske

vækst ned i mange sydøstasiatiske økonomier. Vi vurderer, at risikoen for en kinesisk krise er lille på grund af, at regeringen er stærk, men tager vi fejl, vil det forventeligt medføre tab på globale aktier samt obligationer fra nye markeder.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast for danske realkredit- og statsobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2016 forventer vi en økonomisk vækstrate i USA på omkring 2,5 pct. til 3 pct., hvor den primære drivkraft vil være væksten i det private forbrug. Først og fremmest vil forbrugerne nyde godt af den markant lavere oliepris, som via lavere benzinpriser giver et øget råderum i privatøkonomien hos de amerikanske forbrugere. Vi forventer, at en del af dette råderum vil gå til forbrug af andre varer og tjenesteydelser, hvilket dermed vil bidrage til væksten i privatforbruget. Derudover forventer vi, at forholdene på arbejdsmarkedet generelt vil være understøttende for den private forbrugsvækst.

I Europa forventer vi en økonomisk vækst i størrelsesordenen 2 pct. De positive impulser i form af lempelig pengepolitik og en lavere oliepris vil forventeligt holde den økonomiske vækst lidt over 2 pct. i starten af 2016, men i løbet af året vil effekterne aftage, og vi forventer, at den økonomiske vækst falder til lidt under 2 pct. Vores vurdering ligger højt i forhold til økonomiernes langsigtede vækstpotentiale, og får vi ret, vil det sandsynligvis føre til yderligere fald i arbejdsløshedsraten.

Vi forventer lavere økonomisk vækst i Kina primært som følge af lavere aktivitet i bygge- og fremstillingssektoren efter flere år med meget høj aktivitet. Vi forventer omvendt hverken økonomisk krise eller nedsmeltning, fordi det kinesiske bank-system er styret af regeringen, der suverænt bestemmer omfanget af udlån til at stimulere den økonomiske aktivitet.

Samlet set er vores syn på 2016 positivt. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og vi har særligt positive forventninger til europæiske aktier. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Mix Offensiv Plus – Akkumulerende

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	831	737	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	38	0	Indestående i depotselskab	8.807	2.541
3 Udbytter	5.600	2.130	I alt likvide midler	8.807	2.541
I alt renter og udbytter	6.393	2.868	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	90.052	34.930
Obligationer	÷688	511	I alt obligationer	90.052	34.930
Kapitalandele	19.913	12.760	Kapitalandele:		
Valutakonti	42	63	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷86	÷32	inv- og specialforeninger	270.173	181.085
I alt kursgevinster og -tab	19.182	13.301	Inv-beviser i andre udl.		
I alt indtægter	25.574	16.169	inv- og specialforeninger	13.524	0
6 Administrationsomkostninger	4.157	2.108	I alt kapitalandele	283.698	181.085
Resultat før skat	21.417	14.061	Andre aktiver:		
7 Skat	203	247	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	409	279
Årets nettoresultat	21.214	13.814	Andre tilgodehavender	3	0
Overskudsdisponering			Aktuelle skatteaktiver	595	0
Overført til formuen	21.214	13.814	I alt andre aktiver	1.007	279
I alt disponeret	21.214	13.814	Aktiver i alt	383.564	218.835
			Passiver		
			8 Medlemmernes formue	383.564	216.333
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	0	6
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	2.495
			I alt anden gæld	0	2.502
			Passiver i alt	383.564	218.835

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷6,96	15,87	9,46	8,67	9,48
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,28	118,51	129,71	140,96	154,32
Nettoresultat (t.DKK)	÷4.092	8.212	7.857	13.814	21.214
Administrationsomkostninger (pct.)	1,35	1,34	1,37	1,26	1,33
ÅOP	1,61	1,62	1,71	1,52	1,50
Omsætningshastighed (antal gange)	0,41	0,23	0,48	0,31	0,28
Medlemmernes formue (t.DKK)	48.224	66.906	112.557	216.333	383.564
Antal andele	471.500	564.575	867.730	1.534.730	2.485.586
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Mix Offensiv Plus – Akkumulerende

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	831	730
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	7
I alt renteindtægter	831	737

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	38	0
I alt renteudgifter	38	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	5.600	2.130
I alt udbytter	5.600	2.130

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+688	496
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	15
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	19.914	12.760
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	+1	0
Valutakonti	42	63
Handelsomkostninger	+86	+32
I alt kursgevinster og -tab	19.182	13.301

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+159	+60
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	74	27
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+86	+32

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	5	1
Managementhonorar	3.781	0	1.913	0
Fast administrationshonorar	376	0	189	0
I alt opdelt adm.omk.	4.157	0	2.107	1
I alt adm.omkostninger		4.157		2.108

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 3.398 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	203	247
I alt skat	203	247

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.534.730	216.333	867.730	112.557
Emissioner i året	950.856	145.660	667.000	89.756
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		358		206
Overførsel af periodens resultat		21.214		13.814
I alt medlemmernes formue	2.485.586	383.564	1.534.730	216.333

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,4	89,0
Øvrige finansielle instrumenter	9,0	10,9
I alt finansielle instrumenter	97,4	99,9
Øvrige akiver og passiver	2,6	0,1
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Norden

Investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 18,35 pct., mens benchmark steg 15,48 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det brede, nordiske aktiemarked leverede et afkast på omkring 15,48 pct. for hele året, hvilket var omkring 7 procentpoint højere end det brede europæiske marked. Det danske marked leverede det bedste afkast efterfulgt af Finland, Sverige og Norge målt i DKK. På sektorniveau kunne den gunstige markedsudvikling henføres til godkendelsen af et par yderst vigtige lægemidler inden for sundhedssektoren samt stor efterspørgsel på relevante markeder, som gav medvind til indtjeningen og forventningerne til forbrugsselskaberne. Small cap-selskaberne klarede sig markant bedre end de større selskaber, da deres indtjeningsmultipler i høj grad nærmede sig niveauet hos de store selskaber.

Vurdering af afdelingens resultat

I 2015 klarede afdelingen sig 2,87 procentpoint bedre end benchmark, hvilket er tilfredsstillende og primært kan henføres til vores papirvalg. Den position, der bidrog mest til resultatet, var Vestas Wind Systems, som oplevede et 2015 med en stigende ordrebeholdning, bedre lønsomhed og en væsentlig forlængelse af tilskudsordningen for vindenergiinvesteringer i USA. Derudover var der gode bidrag fra aktier, som nød godt af et stærkt privatforbrug. Inden for dette tema kom de største bidrag fra Inwido, som nyder godt af den kraftige byggeaktivitet i Sverige, Pandora, som kraftigt udvider sin globale tilstedeværelse, og Bilia, som har oplevet en kraftig stigning i salget af nye biler i Sverige og er begyndt at udbygge sit BMW-salgnetværk til Tyskland. Der var negative bidrag fra konsumentvarer, da vi ikke havde eksponering mod Svenska Cellulosa, hvis aktiekurs steg igennem det meste af året. Vi havde vurderet, at selskabet var for højt prissat - selv ved en lavere værdiansættelse. Af samme grund kom det næststørste negative bidrag til det relative afkast fra den manglende eksponering mod Assa Abloy, som oplevede en lignende udvikling som Svenska Cellulosa.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Fortsat aftagende vækst i kinesisk økonomi vurderer vi som en af de største risici i 2016. For eksportvirksomheder inden for industrimaskiner i Norden er det bekymrende, at en stigende andel af væksten i kinesisk økonomi vil være

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 1998

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK

Fondskode: DK0060188829

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri	32,8%
Forbrugsgoder	18,9%
Finans	17,1%
Sundhedspleje	15,6%
Informationsteknologi	4,6%
Øvrige inkl. likvide	11,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,06
Standardafvigelse	12,68
Tracking error	2,95
Information Ratio	-0,28
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	12,94
Active share	50,87

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Norden

forbrugsdrevet, da det kan skabe usikkerhed om omfanget af efterspørgsel efter nye maskiner. Den lave oliepris vil også give udfordringer, da den lægger pres på økonomien i de olieeksporterende lande. Det vil lægge en ekstra dæmper på investeringer i f.eks. ny olieproduktion og infrastruktur generelt. Der er sat spørgsmålstegn ved, hvor robust det svenske boligmarked er. Hvis ledigheden stiger markant, eller det bliver sværere at opnå kredit, vil der være risiko for faldende boligpriser, hvilket ikke mindst kan ramme i Stockholm-området. Vi vurderer dog, at denne risiko er ganske lille og fastholder således vores positioner i selskaber med eksponering mod det svenske byggermarked og forbrugere samt svenske banker. I Europa ser vi helt klart risici i forbindelse med den britiske folkeafstemning om EU-medlemskab, og også i forbindelse med EU's fremtid i forbindelse med det stigende antal asylansøgere og truslen fra nye terrorangreb.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi er fortsat optimistiske omkring de nordiske aktiemarkeder, selvom vi vurderer, at udsigterne ikke er helt så gode, som de var for 2015. I årets løb har vi reduceret vores eksponering mod en styrket investeringscyklus. Vi har derfor en overvægt af industriselskaber i vores portefølje, og en stor del af disse investeringer har kun lav eksponering mod investeringscyklussen. Vi har ligeledes en overvægt af forbrugsselskaber, som vi vurderer vil nyde godt af den styrkede forbrugertillid på de nordiske hjemmemarkeder samt i resten af Europa og i Kina. Vi vurderer ikke, at de nordiske aktiemarkeder vil levere så høje afkast som i 2015, og det skyldes, at de nordiske valutaer ventes at udvikle sig mindre gunstigt over for handelspartnerens valutaer, samt at værdiansættelserne er steget markant i forhold til ved udgangen af 2014.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Norden

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	9	18	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	6	0	Indestående i depotselskab	2.991	4.391
3 Udbytter	6.930	6.515	I alt likvide midler	2.991	4.391
I alt renter og udbytter	6.933	6.533	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	57.335	47.313
Kapitalandele	29.668	12.494	Not. aktier fra udl. selskaber	127.048	135.362
Valutakonti	524	541	I alt kapitalandele	184.384	182.675
5 Handelsomkostninger	÷248	÷216			
I alt kursgevinster og -tab	29.944	12.820			
I alt indtægter	36.877	19.353	Aktiver i alt	187.375	187.066
6 Administrationsomkostninger	3.140	3.265			
Resultat før skat	33.737	16.088	Passiver		
7 Skat	÷218	÷1.482	9 Medlemmernes formue	187.360	186.056
Årets nettoresultat	33.955	17.570	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	15	134
Foreslået udlodning	13.947	17.097	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	876
Overført til udlodning næste år	23	54	I alt anden gæld	15	1.010
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	13.970	17.151			
Overført til formuen	19.985	419	Passiver i alt	187.375	187.066
I alt disponeret	33.955	17.570			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷17,57	18,19	15,35	10,02	18,35
Benchmarkafkast (pct.)	÷15,41	21,41	21,73	9,52	15,48
Indre værdi (DKK pr. andel)	142,88	165,66	186,32	175,21	192,10
Nettoresultat (t.DKK)	÷37.194	30.125	24.957	17.570	33.955
Udbytte (DKK pr. andel)	3,00	4,25	28,40	16,10	14,30
Administrationsomkostninger (pct.)	1,66	1,62	1,90	1,65	1,61
ÅOP	2,01	2,14	2,45	2,01	1,81
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,72	0,89	0,43	0,45
Medlemmernes formue (t.DKK)	170.818	176.985	175.230	186.056	187.360
Antal andele	1.195.498	1.068.344	940.480	1.061.915	975.321
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Norden

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

	2015	2014		
NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK				
Indestående i depotselskab	9	18		
I alt renteindtægter	9	18		
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK				
Andre renteudgifter	6	0		
I alt renteudgifter	6	0		
NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK				
Noterede aktier fra danske selskaber	2.171	906		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.759	5.609		
I alt udbytter	6.930	6.515		
NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK				
Noterede aktier fra danske selskaber	20.283	12.895		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.385	÷401		
Valutakonti	524	541		
Handelsomkostninger	÷248	÷216		
I alt kursgevinster og -tab	29.944	12.820		
NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
Bruttohandelsomkostninger	÷272	÷326		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	24	110		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷248	÷216		
NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	24	0	83	0
Øvrige omkostninger	15	0	40	6
Managementhonorar	2.828	0	2.880	0
Fast administrationshonorar	273	0	256	0
I alt opdeltede adm.omk.	3.140	0	3.259	6
I alt adm.omkostninger		3.140		3.265
<p><i>Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.</i></p>				
NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK				
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷218	÷1.482		
I alt skat	÷218	÷1.482		

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	6.933	6.533
Ikke refunderbar udbytteskat	218	1.482
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	6	0
Kursgevinst til udlodning	10.762	12.515
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷989	÷249
Udlodning overført fra sidste år	54	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	16.983	20.281
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.140	3.265
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	127	134
I alt til rådighed for udlodning, netto	13.970	17.150

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.061.915	186.056	940.480	175.230
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷17.097		÷26.710
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		530		÷3.749
Emissioner i året	7.324	1.463	347.358	63.678
Indløsninger i året	÷93.918	÷17.569	÷225.923	÷40.159
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		22		195
Foreslået udlodning		13.947		17.097
Overførsel af periodens resultat		19.985		419
Overført til udlodning næste år		23		54
I alt medlemmernes formue	975.321	187.360	1.061.915	186.056

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	98,2
I alt finansielle instrumenter	98,4	98,2
Øvrige aktiver og passiver	1,6	1,8
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	8.345	6.097

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Norden Indeks

Investorerer indeksbaseret i nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 15,27 pct., mens benchmark steg 15,48 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har mere indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter, faldende råvarepriser, men blandt andet store udfordringer i de nye markeder har medført betydelige udsving i 2015

Markedet

Det brede, nordiske aktiemarked leverede et afkast på omkring 15,48 pct. for hele året, hvilket var omkring 7 procentpoint højere end det brede europæiske marked. Det danske marked leverede det bedste afkast efterfulgt af Finland, Sverige og Norge målt i DKK. På sektorniveau kunne den gunstige markedsudvikling henføres til godkendelsen af et par yderst vigtige lægemidler inden for sundhedssektoren samt stor efterspørgsel på relevante markeder, som gav medvind til indtjeningen og forventningerne til forbrugsselskaberne. Small cap-selskaberne klarede sig markant bedre end de større selskaber, da deres indtjeningsmultipler i høj grad nærmede sig niveauet hos de store selskaber.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,21 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, og at den amerikanske centralbank i december 2015 påbegyndte forhøjelsen af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkedene. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 1999

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK

Fondskode: DK0016037526

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	23,7%
Industri	22,9%
Sundhedspleje	14,3%
Forbrugsgoder	10,6%
Informationsteknologi	8,0%
Øvrige inkl. likvide	20,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,19
Standardafvigelse	12,94
Tracking error	1,54
Information Ratio	0,71
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	12,94
Active share	2,13

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Norden Indeks

skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkedene negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Norden Indeks

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	5	7	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	5	0	Indestående i depotselskab	1.388	2.981
3 Udbytter	19.612	20.976	I alt likvide midler	1.388	2.981
I alt renter og udbytter	19.612	20.983	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra DK selskaber	142.035	115.155
4 Andre indtægter	181	184	Not. aktier fra udl. selskaber	427.143	409.198
I alt andre indtægter og omk.:	181	184	I alt kapitalandele	569.179	524.353
5 Kursgevinster og -tab:			Andre aktiver:		
Kapitalandele	65.764	28.707	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	12	11
Valutakonti	÷52	263	Andre tilgodehavender	1	18
Øvrige aktiver/passiver	0	÷54	Aktuelle skatteaktiver	19	18
6 Handelsomkostninger	÷30	÷31	I alt andre aktiver	31	47
I alt kursgevinster og -tab	65.683	28.885	Aktiver i alt	570.598	527.381
I alt indtægter	85.475	50.052	Passiver		
7 Administrationsomkostninger	3.539	3.643	10 Medlemmernes formue	570.569	527.210
Resultat før skat	81.936	46.409	Anden gæld:		
8 Skat	÷671	÷4.908	Skyldige omkostninger	29	170
Årets nettoresultat	82.607	51.317	I alt anden gæld	29	170
Overskudsdisponering			Passiver i alt	570.598	527.381
Foreslået udlodning	41.842	34.893			
Overført til udlodning næste år	255	359			
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	42.098	35.252			
Overført til formuen	40.509	16.065			
I alt disponeret	82.607	51.317			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷15,13	21,23	25,50	9,99	15,27
Benchmarkafkast (pct.)	÷15,41	21,41	21,73	9,52	15,48
Indre værdi (DKK pr. andel)	82,66	96,96	118,42	129,94	141,82
Nettoresultat (t.DKK)	÷94.687	100.613	120.605	51.317	82.607
Udbytte (DKK pr. andel)	3,00	2,75	0,30	8,60	10,40
Administrationsomkostninger (pct.)	0,66	0,60	0,98	0,67	0,62
ÅOP	0,99	0,87	1,26	0,92	0,69
Omsætningshastighed (antal gange)	0,44	0,01	0,03	0,02	0,01
Medlemmernes formue (t.DKK)	502.572	516.698	544.995	527.210	570.569
Antal andele	6.079.717	5.329.104	4.602.042	4.057.338	4.023.309
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Norden Indeks

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	5	7
I alt renteindtægter	5	7

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	5	0
I alt renteudgifter	5	0

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	4.118	2.015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.084	17.685
Øvrige udbytter	1.410	1.276
I alt udbytter	19.612	20.976

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	224	184
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Danske Bank A/S	÷31	0
Danske Invest Management A/S	÷12	0
Nettoindtægt ved aktieudlån	181	184

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	39.168	20.571
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	26.595	8.055
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	81
Valutakonti	÷52	263
Øvrige aktiver/passiver	0	÷54
Handelsomkostninger	÷30	÷31
I alt kursgevinster og -tab	65.683	28.885

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷66	÷78
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	36	47
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷30	÷31

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	71	0	272	0
Øvrige omkostninger	1	0	125	19
Managementhonorar	2.614	0	2.478	0
Fast administrationshonorar	853	0	749	0
I alt opdelte adm.omk.	3.539	0	3.625	19
I alt adm.omkostninger		3.539		3.643

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷671	÷4.908
I alt skat	÷671	÷4.908

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLØDNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING			
Renter og udbytter	19.612		20.983
Ikke refunderbar udbytteskat	671		4.908
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	186		184
Kursgevinst til udlodning	23.897		15.428
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	965		÷2.781
Udlodning overført fra sidste år	359		0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	45.690		38.722
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.539		3.643
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷53		174
I alt til rådighed for udlodning, netto	42.098		35.252

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
------------------------------	------	--	------	--

	Antal andele i 1.000 DKK		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	4.057.338	527.210	4.602.042	544.995
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷34.893		÷1.381
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.135		77
Emissioner i året	242.971	33.281	15.025	1.920
Indløsninger i året	÷277.000	÷38.885	÷559.729	÷69.886
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		113		169
Foreslået udlodning		41.842		34.893
Overførsel af periodens resultat		40.509		16.065
Overført til udlodning næste år		255		359
I alt medlemmernes formue	4.023.309	570.569	4.057.338	527.210

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015		2014	
--------------------------------	------	--	------	--

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		99,8	99,5
I alt finansielle instrumenter		99,8	99,5
Øvrige aktiver og passiver		0,2	0,5
I alt		100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	13.480	12.296

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	66.818	112.261

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	77.811	128.825
I alt sikkerhed	77.811	128.825

Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i virksomhedsobligationer hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i EUR, NOK, SEK eller DKK. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsessvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h
- Pohjoisen Yrityslainat, ossuslaji EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	271.125	126.124	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	1.572	0	Indestående i depotselskab	156.166	253.720
I alt renter og udbytter	269.554	126.124	I alt likvide midler	156.166	253.720
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷192.286	÷83.827	Not. obl. fra danske udstedere	1.622.400	937.113
Kapitalandele	17	0	Not. obl. fra udl. udstedere	5.967.557	4.465.878
Afledte finansielle instr.	÷78.197	÷83.314	Unoterede obligationer	109.278	153.973
Valutakonti	÷20.101	6.263	I alt obligationer	7.699.235	5.556.964
Øvrige aktiver/passiver	÷1	1	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷388	÷137	Unot. afl. finansielle instr.	33.236	56.236
I alt kursgevinster og -tab	÷290.955	÷161.014	I alt afledte finansielle instr.	33.236	56.236
I alt indtægter	÷21.401	÷34.890	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	68.205	28.971	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	117.422	84.241
Resultat før skat	÷89.606	÷63.861	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.896
Skat	0	0	I alt andre aktiver	117.422	86.137
Årets nettoresultat	÷89.606	÷63.861	Aktiver i alt	8.006.059	5.953.057
Overskudsdisponering			Passiver		
Overført til formuen	÷89.606	÷63.861	6 Medlemmernes formue	7.967.731	5.860.926
I alt disponeret	÷89.606	÷63.861	Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	37.425	89.568
			I alt afledte finansielle instr.	37.425	89.568
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	394	2.562
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	509	0
			I alt anden gæld	903	2.562
			Passiver i alt	8.006.059	5.953.057

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	8.925	÷63.861	÷89.606
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,01	0,28	0,17
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	1.368.724	5.860.926	7.967.731

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Nordiske Virksomhedsobligationer – Akk. KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	128	98
Noterede obligationer fra danske udstedere	44.816	19.721
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	221.703	104.722
Unoterede obligationer	4.166	1.360
Andre renteindtægter	313	223
I alt renteindtægter	271.125	126.124

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	1.572	0
I alt renteudgifter	1.572	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷21.490	603
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷162.660	÷77.309
Unoterede obligationer	÷8.136	÷7.121
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17	0
Terminforretninger/futures m.m.	÷52.499	÷43.950
Renteforretninger	÷25.699	÷39.364
Valutakonti	÷20.101	6.263
Øvrige aktiver/passiver	÷1	1
Handelsomkostninger	÷388	÷137
I alt kursgevinster og -tab	÷290.955	÷161.014

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷515	÷346
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	127	210
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷388	÷137

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	39	47
Managementhonorar	60.484	0	25.546	0
Fast administrationshonorar	7.720	0	3.339	0
I alt opdelt adm.omk.	68.205	0	28.924	47
I alt adm.omkostninger		68.205		28.971

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	5.860.926	1.368.724
Emissioner i året	3.330.981	5.694.649
Indløsninger i året	÷1.150.053	÷1.155.372
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	15.482	16.786
Overførsel af periodens resultat	÷89.606	÷63.861
I alt medlemmernes formue	7.967.731	5.860.926

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,3	92,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,3	2,1
I alt finansielle instrumenter	96,6	94,2
Øvrige aktiver og passiver	3,4	5,8
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	0	7.688
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	0	14.832
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	0	30.705
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	103.020	0
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	49.614	0
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	21.681	0
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	45.003	0
I alt	219.318	53.225

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske.invest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 1,29 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 1,49 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast.

Markedet

Markedet for nordiske virksomhedsobligationer voksede fortsat i 2015 målt på både størrelse og antal udstedere. Mellemstore virksomheder udsteder fortsat obligationer med en såkaldt »skygge-rating«, men banker og andre finansielle institutioner udsteder også i stigende grad efterstillede bankinstrumenter. Sektorer forbundet med energi samt metal- og mineindustrien var fortsat under pres, hvilket også smittede af på andre sektorer og de stærkere selskaber i Norden. I andet kvartal 2015 vendte risikoappetitten, og kreditspændene blev udvidet. I årets løb vendte markedets interesse fra at købe nordiske virksomhedsobligationer til at sælge, hvilket også påvirkede kreditspændene negativt. Der var store udsving i de underliggende statsrenter i årets løb, men de endte stort set uændret i alle de nordiske lande.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,20 procentpoint lavere end benchmark. Merrenten på nordiske virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer, som blev markant udvidet, havde negativ indvirkning på andelsklassens afkast både absolut og relativt set. Investering i efterstillede bankobligationer og enkeltpapirer som f.eks. det svenske offentlige transportselskab Nobina og det norske fiskefoderselskab EWOS bidrog positivt til resultatet. Andelsklassens eksposering mod selskaber med aktiviteter inden for energi- og olieservices var moderat, men havde alligevel en negativ indvirkning på afkastet.

I 2015 blev andelsklassens varighed aktivt holdt på omkring 1,7 år, hvilket er ca. 2,2 år kortere end varigheden i benchmark. Det har begrænset volatiliteten i afkastet i løbet af 2015, mens indvirkningen på det samlede afkast og resultat var neutral.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En markant rentestigning vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kredittobligationer. Eftersom andelsklassen har en moderat varighed, vil en sådan rentestigning kun have

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
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	12,5%
1-3 år	32,5%
3-5 år	32,0%
5-10 år	23,5%
Øvrige inkl. likvide	-0,5%

Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

begrænset effekt på andelsklassens afkast. Højere renter ventes generelt at mindske den relative efterspørgsel efter obligationer, og det kan potentielt føre til spændudvidelse.

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden. De sektorspecifikke risici vedrører hovedsageligt olieservices og metal- og minedrift. Det kan ses ved de offentliggjorte og igangværende omstruktureringer blandt norske virksomheder med lav kreditværdighed (high yield-selskaber).

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2016. Den generelle udvidelse af de nordiske kreditspænd har skabt attraktive investeringsmuligheder, herunder i udvalgte selskaber uden kreditvurdering, samt i selskaber med lav kreditkvalitet, men vi må understrege, at der i enkelte sektorer er en øget risiko. Vi vil formodentligt ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Vi forventer ikke et yderligere fald i de underliggende statsrenter, men de ventes heller ikke at stige markant. Renterisiko holdes fortsat lav som følge af større risiko for rentestigning end sandsynlighed for rentefald.

En begrænset ændring af kreditspænd og et mindre negativt bidrag fra en højere statsrente forventes at føre til et positivt, men begrænset, afkast.

Vi fastholder en diversificeret portefølje i forhold til sektorer, enkeltpapirer og geografiske områder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	2,83	4,92	1,29
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	2,22	8,09	1,49
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	102,83	107,88	109,28
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	÷2.800	÷26.960	÷55.628
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,88	0,89	0,89
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	130.283	352.604	1.019.468
Antal andele	-	-	1.419.806	3.982.156	12.019.941
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷15.627	2.343
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷34.267	÷27.236
Administrationsomkostninger	5.735	2.066
Klassens resultat	÷55.628	÷26.960
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	352.604	130.283
Emissioner i året	920.368	291.534
Indløsninger i året	÷201.779	÷43.268
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.903	1.013
Overførsel af periodens resultat	÷55.628	÷26.960
Medlemmernes formue ultimo	1.019.468	352.604
Antal andele		
Andele primo året	3.982.156	1.419.806
Emissioner i året	10.330.403	3.023.046
Indløsninger i året	÷2.292.619	÷460.695
Andele ultimo året	12.019.941	3.982.156

Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,43 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 0,09 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende renter samt udvidelse af merrenten på nordiske virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer.

Markedet

Markedet for nordiske virksomhedsobligationer voksede fortsat i 2015 målt på både størrelse og antal udstedere. Mellemstore virksomheder udsteder fortsat obligationer med en såkaldt »skygge-rating«, men banker og andre finansielle institutioner udsteder også i stigende grad efterstillede bankinstrumenter. Sektorer forbundet med energi samt metal- og mineindustrien var fortsat under pres, hvilket også smittede af på andre sektorer og de stærkere selskaber i Norden. I andet kvartal 2015 vendte risikoappetitten, og kreditspændene blev udvidet. I årets løb vendte markedets interesse fra at købe nordiske virksomhedsobligationer til at sælge, hvilket også påvirkede kreditspændene negativt. Der var store udsving i de underliggende statsrenter i årets løb, men de endte stort set uændret i alle de nordiske lande.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,52 procentpoint lavere end benchmark. Merrenten på nordiske virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer, som blev markant udvidet, havde negativ indvirkning på andelsklassens afkast både absolut og relativt set. Investering i efterstillede bankobligationer og enkeltpapirer som f.eks. det svenske offentlige transportselskab Nobina og det norske fiskefoderselskab EWOS bidrog positivt til resultatet. Andelsklassens eksponering mod selskaber med aktiviteter inden for energi- og olieservices var moderat, men havde alligevel en negativ indvirkning på afkastet.

I 2015 blev andelsklassens varighed aktivt holdt på omkring 1,7 år, hvilket er ca. 2,2 år kortere end varigheden i benchmark. Det har begrænset volatiliteten i afkastet i løbet af 2015, mens indvirkningen på det samlede afkast og resultat var neutral.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En markant rentestigning vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kreditobligationer. Eftersom andelsklassen har en moderat varighed, vil en sådan rentestigning kun have begrænset effekt på andelsklassens afkast. Højere renter ventes generelt at mindske den relative efterspørgsel efter obligationer, og det kan potentielt føre til spændudvidelse.

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	12,1%
1-3 år	31,4%
3-5 år	31,0%
5-10 år	22,7%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden. De sektorspecifikke risici vedrører hovedsageligt olieservices og metal- og minedrift. Det kan ses ved de ofentliggjorte og igangværende omstruktureringer blandt norske virksomheder med lav kreditværdighed (high yield-selskaber).

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2016. Den generelle udvidelse af de nordiske kreditspænd har skabt attraktive investeringsmuligheder, herunder i udvalgte selskaber uden kreditvurdering, samt i selskaber med lav kreditkvalitet, men vi må understrege, at der i enkelte sektorer er en øget risiko. Vi vil formodentligt ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Vi forventer ikke et yderligere fald i de underliggende statsrenter, men de ventes heller ikke at stige markant. Renterisikoen holdes fortsat lav som følge af større risiko for rentestigning end sandsynlighed for rentefald.

En begrænset ændring af kreditspænd og et mindre negativt bidrag fra en højere statsrente forventes at føre til et positivt, men begrænset, afkast.

Vi fastholder en diversificeret portefølje i forhold til sektorer, enkeltpapirer og geografiske områder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	2,39	3,98	±0,43
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	2,06	7,05	0,09
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	102,39	106,46	106,01
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	1.594	÷45.032	26.860
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,88	0,89	0,89
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	227.139	1.106.465	1.401.838
Antal andele	-	-	2.631.319	13.220.735	16.228.684
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	11.363	7.334
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsføretninger	28.005	÷47.109
Administrationsomkostninger	12.507	5.257
Klassens resultat	26.860	÷45.032
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.106.465	227.139
Emissioner i året	696.828	1.174.963
Indløsninger i året	÷432.259	÷254.578
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.944	3.972
Overførsel af periodens resultat	26.860	÷45.032
Medlemmernes formue ultimo	1.401.838	1.106.465
Antal andele		
Andele primo året	13.220.735	2.631.319
Emissioner i året	8.047.498	13.538.238
Indløsninger i året	÷5.039.549	÷2.948.822
Andele ultimo året	16.228.684	13.220.735

Nordiske Virksomhedsobl. – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,58 pct., mens benchmark faldt 0,32 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast, op grund af stigende statsrenter samt udvidelse af merrenten på nordiske virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer.

Markedet

Markedet for nordiske virksomhedsobligationer voksede fortsat i 2015 målt på både størrelse og antal udstedere. Mellemstore virksomheder udsteder fortsat obligationer med en såkaldt »skygge-rating«, men banker og andre finansielle institutioner udsteder også i stigende grad efterstillede bankinstrumenter. Sektorer forbundet med energi samt metal- og mineindustrien var fortsat under pres, hvilket også smittede af på andre sektorer og de stærkere selskaber i Norden. I andet kvartal 2015 vendte risikoappetitten, og kreditspændene blev udvidet. I årets løb vendte markedets interesse fra at købe nordiske virksomhedsobligationer til at sælge, hvilket også påvirkede kreditspændene negativt. Der var store udsving i de underliggende statsrenter i årets løb, men de endte stort set uændret i alle de nordiske lande.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,26 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Merrenten på nordiske virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer, som blev markant udvidet, havde negativ indvirkning på andelsklassens afkast både absolut og relativt set. Investering i efterstillede bankobligationer og enkeltpapirer som f.eks. det svenske offentlige transportselskab Nobina og det norske fiskefoderselskab EWOS bidrog positivt til resultatet. Andelsklassens eksponering mod selskaber med aktiviteter inden for energi- og olieservices var moderat, men havde alligevel en negativ indvirkning på afkastet.

I 2015 blev andelsklassens varighed aktivt holdt på omkring 1,7 år, hvilket er ca. 2,2 år kortere end varigheden i benchmark. Det har begrænset volatiliteten i afkastet i løbet af 2015, mens indvirkningen på det samlede afkast og resultat var neutral.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En markant rentestigning vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kreditobligationer. Eftersom andelsklassen har en moderat varighed, vil en sådan rentestigning kun have begrænset effekt på andelsklassens afkast. Højere renter ventes generelt at mindske den relative efterspørgsel efter obligationer, og det kan potentielt føre til spændudvidelse.

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til DKK
Fondskode: DK0060500502
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	12,1%
1-3 år	31,6%
3-5 år	31,2%
5-10 år	22,9%
Øvrige inkl. likvide	2,2%

Nordiske Virksomhedsobl. – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden. De sektorspecifikke risici vedrører hovedsageligt olieservices og metal- og minedrift. Det kan ses ved de ofteliggjorte og igangværende omstruktureringer blandt norske virksomheder med lav kreditværdighed (high yield-selskaber).

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2016. Den generelle udvidelse af de nordiske kreditspænd har skabt attraktive investeringsmuligheder, herunder i udvalgte selskaber uden kreditvurdering, samt i selskaber med lav kreditkvalitet, men vi må understrege, at der i enkelte sektorer er en øget risiko. Vi vil formodentligt ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Vi forventer ikke et yderligere fald i de underliggende statsrenter, men de ventes heller ikke at stige markant. Renterisikoen holdes fortsat lav som følge af større risiko for rentestigning end sandsynlighed for rentefald.

En begrænset ændring af kreditspænd og et mindre negativt bidrag fra en højere statsrente forventes at føre til et positivt, men begrænset, afkast.

Vi fastholder en diversificeret portefølje i forhold til sektorer, enkeltpapirer og geografiske områder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Nordiske Virksomhedsobl. – Akkumulerende, klasse 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
Afkast (pct.)*	-	-	1,74	3,33	÷0,58
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	0,84	6,38	÷0,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	101,74	105,13	104,52
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	9.135	7.163	÷57.920
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,88	0,88	0,93
ÅOP	-	-	1,14	1,13	1,08
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	952.151	3.706.591	4.647.724
Antal andele	-	-	9.358.688	35.258.687	44.469.026
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷14.935	23.130
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	42.984	15.967
Klassens resultat	÷57.920	7.163
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	3.706.591	952.151
Emissioner i året	1.478.572	3.018.571
Indløsninger i året	÷486.232	÷278.834
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	6.713	7.541
Overførsel af periodens resultat	÷57.920	7.163
Medlemmernes formue ultimo	4.647.724	3.706.591
Antal andele		
Andele primo året	35.258.687	9.358.688
Emissioner i året	13.815.935	28.551.790
Indløsninger i året	÷4.605.596	÷2.651.791
Andele ultimo året	44.469.026	35.258.687

Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,06 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 0,21 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende renter samt udvidelse af merrenten på nordiske virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer.

Markedet

Markedet for nordiske virksomhedsobligationer voksede fortsat i 2015 målt på både størrelse og antal udstedere. Mellemstore virksomheder udsteder fortsat obligationer med en såkaldt "skygge-rating", men banker og andre finansielle institutioner udsteder også i stigende grad efterstillede bankinstrumenter. Sektorer forbundet med energi samt metal- og mineindustrien var fortsat under pres, hvilket også smittede af på andre sektorer og de stærkere selskaber i Norden. I andet kvartal 2015 vendte risikoappetitten, og kreditspændene blev udvidet. I årets løb vendte markedets interesse fra at købe nordiske virksomhedsobligationer til at sælge, hvilket også påvirkede kreditspændene negativt. Der var store udsving i de underliggende statsrenter i årets løb, men de endte stort set uændret i alle de nordiske lande.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,27 procentpoint lavere end benchmark. Merrenten på nordiske virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer, som blev markant udvidet, havde negativ indvirkning på andelsklassens afkast både absolut og relativt set. Investering i efterstillede bankobligationer og enkeltpapirer som f.eks. det svenske offent-

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	12,1%
1-3 år	31,6%
3-5 år	31,1%
5-10 år	22,9%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

lige transportselskab Nobina og det norske fiskefoderselskab EWOS bidrog positivt til resultatet. Andelsklassens eksponering mod selskaber med aktiviteter inden for energi- og olieservices var moderat, men havde alligevel en negativ indvirkning på afkastet.

I 2015 blev andelsklassens varighed aktivt holdt på omkring 1,7 år, hvilket er ca. 2,2 år kortere end varigheden i benchmark. Det har begrænset volatiliteten i afkastet i løbet af 2015, mens indvirkningen på det samlede afkast og resultat var neutral.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En markant rentestigning vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kreditobligationer. Eftersom andelsklassen har en moderat varighed, vil en sådan rentestigning kun have begrænset effekt på andelsklassens afkast. Højere renter ventes generelt at mindske den relative efterspørgsel efter obligationer, og det kan potentielt føre til spændvidelse.

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden. De sektorspecifikke risici vedrører hovedsageligt olieservices og metal- og minedrift. Det kan ses ved de offentliggjorte og igangværende omstruktureringer blandt norske virksomheder med lav kreditværdighed (high yield-selskaber).

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2016. Den generelle udvidelse af de nordiske kreditspænd har skabt attraktive investe-

ringsmuligheder, herunder i udvalgte selskaber uden kreditvurdering, samt i selskaber med lav kreditkvalitet, men vi må understrege, at der i enkelte sektorer er en øget risiko. Vi vil formodentligt ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Vi forventer ikke et yderligere fald i de underliggende statsrenter, men de ventes heller ikke at stige markant. Renterisiko holdes fortsat lav som følge af større risiko for rentestigning end sandsynlighed for rentefald.

En begrænset ændring af kreditspænd og et mindre negativt bidrag fra en højere statsrente forventes at føre til et positivt, men begrænset, afkast.

Vi fastholder en diversificeret portefølje i forhold til sektorer, enkeltpapirer og geografiske områder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	2,03	3,44	÷0,06
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	1,77	6,57	0,21
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	10,20	10,55	10,55
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	865	5.857	÷2.918
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,88	0,89	0,89
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	49.163	695.266	898.701
Antal andele	-	-	645.898	8.847.007	11.417.916
Stykstørrelse i EUR	-	-	10	10	10

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.486	11.178
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminsføretninger	5.546	÷654
Administrationsomkostninger	6.978	4.667
Klassens resultat	÷2.918	5.857
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	695.266	49.163
Emissioner i året	235.214	645.367
Indløsninger i året	÷29.783	÷7.881
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	921	2.759
Overførsel af periodens resultat	÷2.918	5.857
Medlemmernes formue ultimo	898.701	695.266
Antal andele		
Andele primo året	8.847.007	645.898
Emissioner i året	2.947.306	8.300.783
Indløsninger i året	÷376.397	÷99.674
Andele ultimo året	11.417.916	8.847.007

Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer i primært obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Samlet regnskab omregnet til norske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i norske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 NOK	1.1.-31.12.2014 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	31.12.2014 1.000 NOK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	9.432	13.599	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	1	1	Indestående i depotselskab	49.474	4.299
I alt renter og udbytter	9.431	13.598	I alt likvide midler	49.474	4.299
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷9.587	5.421	Not. obl. fra udl. udstedere	673.813	389.195
Valutakonti	÷44	72	I alt obligationer	673.813	389.195
4 Handelsomkostninger	÷56	0	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	÷9.686	5.493	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.507	1.224
I alt indtægter	÷255	19.091	I alt andre aktiver	1.507	1.224
5 Administrationsomkostninger	714	745	Aktiver i alt	724.794	394.718
Resultat før skat	÷969	18.345	Passiver		
Skat	0	0	6 Medlemmernes formue	709.829	394.687
Årets nettoresultat	÷969	18.345	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	49	32
Overført til formuen	÷969	18.345	Mellemvær. vedr. handelsafv.	14.917	0
I alt disponeret	÷969	18.345	I alt anden gæld	14.966	32
			Passiver i alt	724.794	394.718

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	6.026	18.345	÷969
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,00	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	588.026	394.687	709.829

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK	2015	2014
Indestående i depotselskab	155	83
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.277	13.511
Andre renteindtægter	0	4
I alt renteindtægter	9.432	13.599

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 NOK	2015	2014
Andre renteudgifter	1	1
I alt renteudgifter	1	1

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷9.587	5.421
Valutakonti	÷44	72
Handelsomkostninger	÷56	0
I alt kursgevinster og -tab	÷9.686	5.493

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷56	÷34
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	34
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷56	0

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	12	5
Managementhonorar	422	0	439	0
Fast administrationshonorar	292	0	289	0
I alt opdeltede adm.omk.	714	0	740	5
I alt adm.omkostninger		714		745

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
	Antal andele	Formueværdi
		i 1.000 NOK

Medlemmernes formue primo	394.687	588.026
Emissioner i året	552.724	133.002
Indløsninger i året	÷237.008	÷344.951
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	395	264
Overførsel af periodens resultat	÷969	18.345
I alt medlemmernes formue	709.829	394.687

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	94,9	98,6
I alt finansielle instrumenter	94,9	98,6
Øvrige aktiver og passiver	5,1	1,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank A/S 13/23 FRN C SUB	10.052	15.417

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,34 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,88 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var i underkanten af det forventede afkast, og det opnåede afkast var ikke tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Den norske 3-årige rente faldt fra 1,22 pct. i begyndelsen af 2015 til 0,99 pct. ved årets udgang. Det kraftige fald i olieprisen var med til at svække norsk økonomi. Det var med til at udløse to rentesænkninger fra den norske centralbank. De norske renter har også været påvirket af rentebevægelserne i udlandet. Amerikansk økonomi kom stærkt igen efter et svagt

første kvartal, og den amerikanske centralbank, Fed, hævede i december renten for første gang i ni år. Der var tegn på svækkelse i kinesisk økonomi, mens Europa fortsat kæmper med lav økonomisk vækst. Den Europæiske Centralbank, ECB, forlængede sit opkøbsprogram af obligationer og sænkede renten. Det var med til at lægge et nedadgående pres på hele rentekurven.

Merrenten på norske kreditobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer steg markant i 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,22 procentpoint lavere end benchmark. Det lavere afkast skyldtes primært udvidelsen af merrenten på norske kreditobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer. Da andelsklassen havde 100 pct. investeret i kreditobligationer, hvorimod andelsklassens benchmark udelukkende bestod af norske statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi forventer, at den norske rente holder sig på et lavt niveau i 2016. Norsk økonomi vil fortsat være præget af afmatning, da vi endnu ikke har set den fulde indvirkning af den lave oliepris. Amerikansk økonomi viser fortsat tegn på bedring, mens europæisk økonomi fortsat leverer lav, men positiv, økonomisk vækst. Der er stor usikkerhed forbundet med Kina, men vi forventer en gradvis opbremsning og tror ikke på en hård landing. Vi forventer, at merrenten på norske kreditobligationer i forhold til tilsvarende norske statsobligationer vil formindskes i årets løb, men det vil være langt mindre, end da de blev forhøjet ud i 2015.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer fortsat, at kreditobligationer af høj kvalitet vil klare sig bedre end statsobligationer. Vi vurderer, at merrenterne på norske kreditobligationer er attraktive i forhold til den risiko, der løbes. Lavere merrente kan også føre til et højere afkast.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [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	93,2%
Øvrige inkl. likvide	6,8%

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	0,57	3,85	÷0,34
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	0,34	1,33	0,88
Indre verdi (NOK pr. andel)	-	-	100,57	104,44	104,09
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	87	635	÷125
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,44	0,43	0,43
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	15.103	39.224	68.633
Antal andele	-	-	150.167	375.546	659.367
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	50	716
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	175	81
Klassens resultat	÷125	635
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	39.224	15.103
Emissioner i året	32.734	31.340
Indløsninger i året	÷3.217	÷7.872
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	18	17
Overførsel af periodens resultat	÷125	635
Medlemmernes formue ultimo	68.633	39.224
Antal andele		
Andele primo året	375.546	150.167
Emissioner i året	314.566	300.778
Indløsninger i året	÷30.745	÷75.400
Andele ultimo året	659.367	375.546

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,05 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,88 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var i underkanten af det forventede afkast, og det opnåede afkast var mindre tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Den norske 3-årige rente faldt fra 1,22 pct. i begyndelsen af 2015 til 0,99 pct. ved årets udgang. Det kraftige fald i olieprisen var med til at svække norsk økonomi. Det var med til at udløse to rentesænkninger fra den norske centralbank. De norske renter har også været påvirket af rentebevægelserne i

udlandet. Amerikansk økonomi kom stærkt igen efter et svagt første kvartal, og den amerikanske centralbank, Fed, hævede i december renten for første gang i ni år. Der var tegn på svækkelse i kinesisk økonomi, mens Europa fortsat kæmper med lav økonomisk vækst. Den Europæiske Centralbank, ECB, forlængede sit opkøbsprogram af obligationer og sænkede renten. Det var med til at lægge et nedadgående pres på hele rentekurven.

Merrenten på norske kreditobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer steg markant i 2015.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,93 procentpoint lavere end benchmark. Det lavere afkast skyldtes primært forhøjelsen af merrenten på norske kreditobligationer i forhold til tilsvarende norske statsobligationer. Da andelsklassen havde 100 pct. investeret i kreditobligationer, hvorimod andelsklassens benchmark udelukkende bestod af norske statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi forventer, at den norske rente holder sig på et lavt niveau i 2016. Norsk økonomi vil fortsat være præget af afmatning, da vi endnu ikke har set den fulde indvirkning af den lave oliepris. Amerikansk økonomi viser fortsat tegn på bedring, mens europæisk økonomi fortsat leverer lav, men positiv, økonomisk vækst. Der er stor usikkerhed forbundet med Kina, men vi forventer en gradvis opbremsning og tror ikke på en hård landing. Vi forventer, at merrenten på norske kreditobligationer i forhold til tilsvarende norske statsobligationer vil formindskes i årets løb, men det vil være langt mindre, end da de blev forhøjet ud i 2015.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer fortsat, at kreditobligationer af høj kvalitet vil klare sig bedre end statsobligationer. Vi vurderer, at merrenterne på norske kreditobligationer er attraktive i forhold til den risiko, der løbes. Lavere merrente kan også føre til et højere afkast.

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	93,2%
Øvrige inkl. likvide	6,8%

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	0,96	4,13	÷0,05
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	0,55	1,33	0,88
Indre verdi (NOK pr. andel)	-	-	100,96	105,13	105,08
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	5.939	17.710	÷844
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,17	0,15	0,15
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	572.923	355.463	641.195
Antal andele	-	-	5.674.853	3.381.234	6.102.122
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dekker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷305	18.362
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	539	652
Klassens resultat	÷844	17.710
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueverdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	355.463	572.923
Emissioner i året	519.990	101.662
Indløsninger i året	÷233.791	÷337.079
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	377	247
Overførsel af periodens resultat	÷844	17.710
Medlemmernes formue ultimo	641.195	355.463
Antal andele		
Andele primo året	3.381.234	5.674.853
Emissioner i året	4.933.505	982.639
Indløsninger i året	÷2.212.616	÷3.276.258
Andele ultimo året	6.102.122	3.381.234

Nye Markeder

Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 4,70 pct., mens benchmark faldt 5,02 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser

Markedet

Året bød på udfordringer for aktier fra de nye markeder. Markederne var indledningsvist relativt robuste, og bølgen af globale pengepolitiske lempelser medførte endda kursstigninger i første kvartal 2015. I sidste ende faldt tilliden på grund af kraftigt faldende råvarepriser, den langstrakte finanskrise i Grækenland og fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Valutaerne fra de fleste nye markeder blev svækket over USD. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede renteudmeldinger. Da Fed endelig forhøjede renten i december, reagerede markedet dog kun afdæmpet, da virkningen af en renteforhøjelse allerede var indregnet. Investorerne blev også i nogen grad beroliget af Fed's udmelding om gradvise renteforhøjelser i 2016.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,32 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afmatningen på markedet blev til dels opvejet af et gunstigt aktievalg i Latinamerika. I Mexico fortsatte lufthavnsoperatøren Asur de positive takter drevet af konstant vækst i passagertallet, og tapperiet FEMSA, der også driver detailbutikker, steg oven på opkøb i selskabets apotekerforretning. Overvægten af Brasilien eliminerede dog noget af gevinsten, da de brasilianske aktier styrteddykkede, og realen blev yderligere svækket som følge af øget usikkerhed om præsident Dilma Rousseffs vilje til at sikre budgetdisciplin samt S&P's nedjustering af landets gæld.

Afdelingen havde positiv eksponering mod EMEA. Der var kursstigninger og især på det sydafrikanske bryggeri SAB-Miller, efter at det kom frem, at der var udsigt til et købstilbud

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1992
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015710602
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Indien	16,7%
Hongkong	12,9%
Mexico	8,8%
Brasilien	8,4%
Sydkorea	5,7%
Øvrige inkl. likvide	47,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,16
Standardafvigelse	15,11
Tracking error	5,27
Information Ratio	-0,35
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,05
Standardafvigelse (benchm.)	14,14
Active share	82,86

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Nye Markeder

fra konkurrenten ABI. I Polen klarede fødevarekæden Jeronimo Martins sig fortsat godt, og selskabets resultater viste driftsforbedringer.

I Asien bidrog vores undervægt af Kina igen negativt til resultatet. Der var store kursstigninger på de kinesiske aktier i begyndelsen af året som reaktion på en bølge af børsintroduktioner, en markant stigning i marginhandler samt pengepolitiske lempelser. Selvom svage økonomiske nøgletal medførte faldende kurser i andet halvår, endte indekset alligevel året med et af de højeste afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Det vil især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde vil stige målt i lokalvaluta. Afdelingen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Faldende kinesisk efterspørgsel, som medfører lavere råvarepriser, udgør også en risiko for eksportørerne på de nye markeder. Da olieprisen er på vej ned under 40 USD pr. tønde, synes udsigterne for energisektoren på den korte bane at være ganske udfordrende. Når det er sagt, så har afdelingen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er afdelingens største absolutte positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korrupsionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Det blev godt modtaget af investorerne, og der er håb om, at man igen kan rette fokus på de økonomiske nøgletal. Generelt er de nye markeder nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutareserver.

Vi ser fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale i de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekurserne over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdisat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber – især uden for råvaresektoren – arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør afdelingens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et positivt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Nye Markeder

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	106	54	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	58	22	Indestående i depotselskab	19.478	43.558
3 Udbytter	75.478	91.515	I alt likvide midler	19.478	43.558
I alt renter og udbytter	75.527	91.547	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	2.166.586	2.906.900
Kapitalandele	÷60.843	306.134	I alt kapitalandele	2.166.586	2.906.900
Valutakonti	3.375	8.243	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	46	÷4	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.797	4.309
5 Handelsomkostninger	÷954	÷330	Mellemvær. vedr. handelsafv.	6.835	0
I alt kursgevinster og -tab	÷58.377	314.044	Aktuelle skatteaktiver	668	33
I alt indtægter	17.150	405.591	I alt andre aktiver	11.299	4.341
6 Administrationsomkostninger	44.606	52.611	Aktiver i alt	2.197.364	2.954.800
Resultat før skat	÷27.456	352.980	Passiver		
7 Skat	6.700	9.908	9 Medlemmernes formue	2.197.196	2.948.658
Årets nettoresultat	÷34.157	343.071	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	168	2.063
Foreslået udlodning	344.574	292.235	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	4.078
Overført til udlodning næste år	732	380	I alt anden gæld	168	6.141
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	345.306	292.615	Passiver i alt	2.197.364	2.954.800
Overført til formuen	÷379.463	50.456			
I alt disponeret	÷34.157	343.071			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷7,90	24,06	÷11,42	10,36	÷4,70
Benchmarkafkast (pct.)	÷15,92	16,86	÷6,82	11,18	÷5,02
Indre værdi (DKK pr. andel)	292,40	334,28	287,17	291,60	255,06
Nettoresultat (t.DKK)	÷360.112	877.040	÷523.949	343.071	÷34.157
Udbytte (DKK pr. andel)	25,75	10,00	23,30	28,90	40,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,49	1,51	1,54	1,56	1,62
ÅOP	1,82	1,85	1,88	1,88	1,87
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,03	0,00	0,02
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.516.417	4.725.430	3.542.643	2.948.658	2.197.196
Antal andele	12.026.226	14.136.237	12.336.610	10.111.936	8.614.358
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Nye Markeder

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	106	54
I alt renteindtægter	106	54

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	58	22
I alt renteudgifter	58	22

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	75.478	91.515
I alt udbytter	75.478	91.515

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+60.843	306.134
Valutakonti	3.375	8.243
Øvrige aktiver/passiver	46	+4
Handelsomkostninger	+954	+330
I alt kursgevinster og -tab	+58.377	314.044

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+2.332	+3.139
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.377	2.810
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+954	+330

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	453	0	906	117
Managementhonorar	40.304	0	47.274	0
Fast administrationshonorar	3.850	0	4.314	0
I alt opdelt adm.omk.	44.606	0	52.494	117
I alt adm.omkostninger		44.606		52.611

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	6.700	9.908
I alt skat	6.700	9.908

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	75.527		91.547
Ikke refunderbar udbytteskat	+6.700		+9.908
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	+592		47
Kursgevinst til udlodning	352.141		307.281
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	+34.544		+50.221
Udlodning overført fra sidste år	380		0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	386.211		338.746
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	44.606		52.611
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	3.701		6.481
I alt til rådighed for udlodning, netto	345.306		292.615

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	10.111.936	2.948.658	12.336.610	3.542.643
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+292.235		+287.443
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		15.098		+305
Emissioner i året	393.005	105.787	1.443.058	415.655
Indløsninger i året	+1.890.583	+547.482	+3.667.732	+1.068.645
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.526		3.683
Foreslået udlodning		344.574		292.235
Overførsel af periodens resultat		+379.463		50.456
Overført til udlodning næste år		732		380
I alt medlemmernes formue	8.614.358	2.197.196	10.111.936	2.948.658

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	98,6
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,6
Øvrige aktiver og passiver	1,4	1,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

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 investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global Emerging Markets, klasse NOK
- Global Emerging Markets, osuuslaji EUR
- Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	85	27	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	104	9	Indestående i depotselskab	23.739	38.572
3 Udbytter	32.051	30.234	I alt likvide midler	23.739	38.572
I alt renter og udbytter	32.032	30.252	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	1.045.711	1.293.090
Kapitalandele	÷28.537	96.129	I alt kapitalandele	1.045.711	1.293.090
Valutakonti	8.854	2.359	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	÷3	20	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.838	2.011
5 Handelsomkostninger	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	334	460
I alt kursgevinster og -tab	÷19.686	98.508	Aktuelle skatteaktiver	296	10
I alt indtægter	12.346	128.760	I alt andre aktiver	2.468	2.481
6 Administrationsomkostninger	20.300	18.188	Aktiver i alt	1.071.918	1.334.143
Resultat før skat	÷7.954	110.573	Passiver		
7 Skat	2.928	3.294	8 Medlemmernes formue	1.070.341	1.332.386
Årets nettoresultat	÷10.883	107.278	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	115	996
Overført til formuen	÷10.883	107.278	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.462	761
I alt disponeret	÷10.883	107.278	I alt anden gæld	1.577	1.757
			Passiver i alt	1.071.918	1.334.143

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)	÷73.486	187.559	÷115.628	107.278	÷10.883
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	632.129	1.166.345	894.119	1.332.386	1.070.341

Nye Markeder – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	85	27
I alt renteindtægter	85	27

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	104	9
I alt renteudgifter	104	9

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	32.051	30.234
I alt udbytter	32.051	30.234

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷28.537	96.129
Valutakonti	8.854	2.359
Øvrige aktiver/passiver	÷3	20
I alt kursgevinster og -tab	÷19.686	98.508

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷1.871	÷1.231
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.871	1.231
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	195	0	258	30
Managementhonorar	18.193	0	16.315	0
Fast administrationshonorar	1.912	0	1.584	0
I alt opdelte adm.omk.	20.300	0	18.158	30
I alt adm.omkostninger	20.300		18.188	

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2.928	3.294
I alt skat	2.928	3.294

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo		1.332.386		894.119
Emissioner i året		394.162		519.569
Indløsninger i året		÷648.150		÷190.369
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.825		1.789
Overførsel af periodens resultat		÷10.883		107.278
I alt medlemmernes formue		1.070.341		1.332.386

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	97,1
I alt finansielle instrumenter	97,7	97,1
Øvrige aktiver og passiver	2,3	2,9
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast 0,84 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 0,45 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det opnåede afkast har ind-

friet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser.

Markedet

Året bød på udfordringer for aktier fra de nye markeder. Markederne var indledningsvist relativt robuste, og bølgen af globale pengepolitiske lømpelser medførte endda kursstigninger i første kvartal 2015. I sidste ende faldt tilliden på grund af kraftigt faldende råvarepriser, den langstrakte finanskrise i Grækenland og fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Valutaerne fra de fleste nye markeder blev svækket over USD. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede renteudmeldinger. Da Fed endelig forhøjede renten i december, reagerede markedet dog kun afdæmpet, da virkningen af en renteforhøjelse allerede var indregnet. Investorerne blev også i nogen grad beroliget af Fed's udmelding om gradvise renteforhøjelser i 2016.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,39 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afmatningen på markedet blev til dels opvejet af et gunstigt aktievalg i Latinamerika. I Mexico fortsatte lufthavnsoperatøren Asur de positive takter drevet af konstant vækst i passagertallet, og tapperiet FEMSA, der også driver detailbutikker, steg oven på opkøb i selskabets apotekerforretning. Overvægten af Brasilien eliminerede dog noget af gevinsten, da de brasilianske aktier styrted, og realen blev yderligere svækket som følge af øget usikkerhed om præsident Dilma Rousseffs vilje til at sikre budgetdisciplin samt S&P's nedjustering af landets gæld.

Andelsklassen havde positiv eksponering mod EMEA. Der var kursstigninger og især på det sydafrikanske bryggeri SAB-Miller, efter at det kom frem, at der var udsigt til et købstilbud fra konkurrenten ABI. I Polen klarede fødevarerækanden Jeronimo Martins sig fortsat godt, og selskabets resultater viste driftsforbedringer.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Net Total return measured in NOK
Fondskode: DK0060563930
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Indien	17,4%
Hongkong	11,6%
Mexico	8,6%
Brasilien	8,2%
Syd Korea	5,8%
Øvrige inkl. likvide	48,4%

Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

I Asien bidrog vores undervægt af Kina igen negativt til resultatet. Der var store kursstigninger på de kinesiske aktier i begyndelsen af året som reaktion på en bølge af børsintruduktioner, en markant stigning i marginhandler samt pengepolitiske lempelser. Selvom svage økonomiske nøgletal medførte faldende kurser i andet halvår, endte indekset alligevel året med et af de højeste afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Det vil især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde vil stige målt i lokalvaluta. Afdelingen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Faldende kinesisk efterspørgsel, som medfører lavere råvarepriser, udgør også en risiko for eksportørerne på de nye markeder. Da olieprisen er på vej ned under 40 USD pr. tønde, synes udsigterne for energisektoren på den korte bane at være ganske udfordrende. Når det er sagt, så har afdelingen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er afdelingens største absolutte positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korruptionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun

vil forhøje renten gradvist. Det blev godt modtaget af investorerne, og der er håb om, at man igen kan rette fokus på de økonomiske nøgletal. Generelt er de nye markeder nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutareserver.

Vi ser fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale i de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekurserne over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdisat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber – især uden for råvaresektoren – arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør afdelingens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et positivt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Global 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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	11,65	0,84
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	15,18	0,45
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	111,65	112,58
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	557	÷8.040
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,92	1,94
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	161.204	155.023
Antal andele	-	-	-	1.759.182	1.774.115
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	136.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷4.754	1.980
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.287	1.423
Klassens resultat	÷8.040	557
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	161.204	0
Emissioner i året	186.492	168.486
Indløsninger i året	÷185.641	÷8.269
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.007	429
Overførsel af periodens resultat	÷8.040	557
Medlemmernes formue ultimo	155.023	161.204
Antal andele		
Andele primo året	1.759.182	0
Emissioner i året	1.939.657	1.847.050
Indløsninger i året	÷1.924.724	÷87.868
Andele ultimo året	1.774.115	1.759.182

Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast 4,82 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt 5,23 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke

indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser

Markedet

Året bød på udfordringer for aktier fra de nye markeder. Markederne var indledningsvist relativt robuste, og bølgen af globale pengepolitiske lempelser medførte endda kursstigninger i første kvartal 2015. I sidste ende faldt tilliden på grund af kraftigt faldende råvarepriser, den langstrakte finanskrisen i Grækenland og fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Valutaerne fra de fleste nye markeder blev svækket over USD. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede renteudmeldinger. Da Fed endelig forhøjede renten i december, reagerede markedet dog kun afdæmpet, da virkningen af en renteforhøjelse allerede var indregnet. Investorerne blev også i nogen grad beroliget af Fed's udmelding om gradvise renteforhøjelser i 2016.

Vurdering af Andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,41 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afmatningen på markedet blev til dels opvejet af et gunstigt aktievalg i Latinamerika. I Mexico fortsatte lufthavnsoperatøren Asur de positive takter drevet af konstant vækst i passagertallet, og tapperiet FEMSA, der også driver detailbutikker, steg oven på opkøb i selskabets apotekerforretning. Overvægten af Brasilien eliminerede dog noget af gevinsten, da de brasilianske aktier styrtdykkede, og realen blev yderligere svækket som følge af øget usikkerhed om præsident Dilma Rousseffs vilje til at sikre budgetdisciplin samt S&P's nedjustering af landets gæld.

Andelsklassen havde positiv eksponering mod EMEA. Der var kursstigninger og især på det sydafrikanske bryggeri SAB-Miller, efter at det kom frem, at der var udsigt til et købstilbud fra konkurrenten ABL. I Polen klarede fødevarer kæden Jeronimo Martins sig fortsat godt, og selskabets resultater viste driftsforbedringer

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: August 2014

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060564151

Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Indien	17,4%
Hongkong	11,6%
Mexico	8,6%
Brasilien	8,2%
Syd Korea	5,8%
Øvrige inkl. likvide	48,4%

Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

I Asien bidrog vores undervægt af Kina igen negativt til resultatet. Der var store kursstigninger på de kinesiske aktier i begyndelsen af året som reaktion på en bølge af børsintroduktioner, en markant stigning i marginhandler samt pengepolitiske lempelser. Selvom svage økonomiske nøgletal medførte faldende kurser i andet halvår, endte indekset alligevel året med et af de højeste afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Det vil især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde vil stige målt i lokalvaluta. Andelsklassen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Faldende kinesisk efterspørgsel, som medfører lavere råvarepriser, udgør også en risiko for eksportørerne på de nye markeder. Da olieprisen er på vej ned under 40 USD pr. tønde, synes udsigterne for energisektoren på den korte bane at være ganske udfordrende. Når det er sagt, så har Andelsklassen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er Andelsklassens største absolutte positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korrupsionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Det blev godt modtaget af investorerne, og der er håb om, at man igen kan rette fokus på de økonomiske nøgletal. Generelt er de nye markeder nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutareserver.

Vi ser fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale i de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekurserne over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdisat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber - især uden for råvaresektoren - arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør Andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et positivt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med Andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷4,43	÷4,82
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷3,49	÷5,23
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	9,56	9,10
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1.059	÷5.618
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,92	1,94
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	25.867	51.778
Antal andele	-	-	-	363.499	762.767
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	10	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	27.8.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷4.648	÷912
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	970	147
Klassens resultat	÷5.618	÷1.059
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	25.867	0
Emissioner i året	45.228	29.675
Indløsninger i året	÷13.859	÷2.772
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	160	22
Overførsel af periodens resultat	÷5.618	÷1.059
Medlemmernes formue ultimo	51.778	25.867
Antal andele		
Andele primo året	363.499	0
Emissioner i året	583.996	401.663
Indløsninger i året	÷184.727	÷38.164
Andele ultimo året	762.767	363.499

Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 4,30 pct., mens benchmark faldt 5,02 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser

Markedet

Året bød på udfordringer for aktier fra de nye markeder. Markederne var indledningsvist relativt robuste, og bølgen af globale pengepolitiske lempelser medførte endda kursstigninger i første kvartal 2015. I sidste ende faldt tilliden på grund af kraftigt faldende råvarepriser, den langstrakte finanskrisen i Grækenland og fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Valutaerne fra de fleste nye markeder blev svækket over USD. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede renteudmeldinger. Da Fed endelig forhøjede renten i december, reagerede markedet dog kun afdæmpet, da virkningen af en renteforhøjelse allerede var indregnet. Investorerne blev også i nogen grad beroliget af Feds udmelding om gradvise renteforhøjelser i 2016.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,72 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afmatningen på markedet blev til dels opvejet af et gunstigt aktievalg i Latinamerika. I Mexico fortsatte lufthavnsoperatøren Asur de positive takter drevet af konstant vækst i passagertallet, og tapperiet FEMSA, der også driver detailbutikker, steg oven på opkøb i selskabets apotekerforretning. Overvægten af Brasilien eliminerede dog noget af gevinsten, da de brasilianske aktier styrtdykkede, og realen blev yderligere svækket som følge af øget usikkerhed om præsident Dilma Rousseffs vilje til at sikre budgetdisciplin samt S&P's nedjustering af landets gæld.

Andelsklassen havde positiv eksponering mod EMEA. Der var kursstigninger og især på det sydafrikanske bryggeri SAB-Miller, efter at det kom frem, at der var udsigt til et købstilbud fra konkurrenten ABL. I Polen klarede fødevarerækæden Jeronimo Martins sig fortsat godt, og selskabets resultater viste driftsforbedringer

I Asien bidrog vores undervægt af Kina igen negativt til resultatet. Der var store kursstigninger på de kinesiske aktier i begyndelsen af året som reaktion på en bølge af børsintroduktioner, en markant stigning i marginhandler samt pengepolitiske lempelser. Selvom svage økonomiske nøgletal medførte faldende kurser i andet halvår, endte indekset alligevel året med et af de højeste afkast.

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2006
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060042026
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Indien	17,4%
Hongkong	11,6%
Mexico	8,6%
Brasilien	8,2%
Syd Korea	5,8%
Øvrige inkl. likvide	48,4%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,14
Standardafvigelse	15,07
Tracking error	5,36
Information Ratio	-0,28
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,05
Standardafvigelse (benchm.)	14,14
Active share	82,75

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Det vil især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde vil stige målt i lokalvaluta. Andelsklassen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Faldende kinesisk efterspørgsel, som medfører lavere råvarepriser, udgør også en risiko for eksportørerne på de nye markeder. Da olieprisen er på vej ned under 40 USD pr. tønde, synes udsigterne for energisektoren på den korte bane at være ganske udfordrende. Når det er sagt, så har andelsklassen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er andelsklassens største absolutte positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korruptionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Det blev godt modtaget af investorerne, og der er håb om, at man igen kan rette fokus på de økonomiske nøgletal. Generelt er de nye markeder nu bedre

i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at nedrosle sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutareserver.

Vi ser fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekurserne over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdisat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber – især uden for råvaresektoren – arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et positivt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷7,80	23,80	÷11,18	10,65	÷4,30
Benchmarkafkast (pct.)	÷15,92	16,86	÷6,82	11,18	÷5,02
Indre værdi (DKK pr. andel)	203,88	252,41	224,20	248,06	237,38
Nettoreultat (t.DKK)	÷73.486	187.559	÷115.628	107.780	2.776
Administrationsomkostninger (pct.)	1,50	1,49	1,55	1,56	1,62
ÅOP	1,87	0,00	1,88	1,87	1,84
Medlemmernes formue (t.DKK)	632.129	1.166.345	894.119	1.145.316	863.539
Antal andele	3.100.460	4.620.832	3.988.130	4.617.052	3.637.721
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	18.819	124.323
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	16.043	16.543
Klassens resultat	2.776	107.780
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.145.316	894.119
Emissioner i året	162.442	321.407
Indløsninger i året	÷448.651	÷179.328
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.657	1.338
Overførsel af periodens resultat	2.776	107.780
Medlemmernes formue ultimo	863.539	1.145.316
Antal andele		
Andele primo året	4.617.052	3.988.130
Emissioner i året	656.632	1.393.222
Indløsninger i året	÷1.635.963	÷764.300
Andele ultimo året	3.637.721	4.617.052

Nye Markeder Indeksobligationer

Investerer i 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.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i 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 afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden afdelingen blev introduceret den 6. maj 2015, gav den et negativt afkast på 9,50 pct., mens benchmark faldt med 10,02 pct. Afdelingens afkast var under vores forventning om et lavt positivt afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

2015 var et turbulent år, hvor indeksobligationer fra nye markeder gav et negativt afkast. Valutakurserne på de nye markeder blev negativt påvirkede af globale begivenheder såsom den lavere økonomiske vækst i Kina, det kraftige fald i råvarepriserne, den stærke USD samt begyndelsen på den amerikanske centralbanks forventede række af renteforhøjelser. Siden afdelingens introduktion i maj har den brasilianske real klaret sig dårligst af alle valutaer med et fald på 20 pct. over for DKK. Sydafrikanske rand og chilenske pesos faldt henholdsvis 19 pct. og 10 pct. i forhold til DKK. Renterne klarede sig bedre end valutaerne, og afkastet målt i lokalvaluta var positivt i alle nye markeder på nær Mexico og Thailand, men det var ikke tilstrækkeligt til at kompensere for de negative valutakursbevægelser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,51 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingen var undervægtet i Brasilien i tredje kvartal, hvilket bidrog positivt til merafkastet. Tilsvarende bidrog overvægt i Tyrkiet og undervægt i Sydafrika i fjerde kvartal positivt til merafkastet. En undervægt af varighed i Mexico bidrog negativt til merafkastet, da inflationsforventningerne faldt og dermed udløste kursfald.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En af de største risici i 2016 er risikoen for en kraftigere opbremsning i den kinesiske økonomi kombineret med en devaluering af den kinesiske renminbi. Det kan bidrage til yderligere fald i råvarepriserne, som vil påvirke den globale inflation negativt. Faldende råvarepriser vil presse statsbudgettet yderligere i allerede pressede råvareeksporterende

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

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	7,8%
1-3 år	33,7%
3-5 år	30,8%
5-10 år	22,6%
Over 10 år	4,4%
Øvrige inkl. likvide	0,7%

Nye Markeder Indeksobligationer

lande. Vi vurderer også, at geopolitiske risici kan spille en vigtig rolle i 2016, og det kan føre til ustabilitet i de enkelte markeder.

Endelig vil større politisk usikkerhed i de enkelte lande få renterne til at stige, for eksempel er renterne i Brasilien ekstra høje ved årets indgang, fordi der er stor risiko for en rigsretssag mod præsidenten.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina vil lykkes med en blød landing, og at den amerikanske centralbank vil fortsætte de gradvise rentestigninger i 2016. Vi mener, at valutaerne i de nye markeder blev hårdt ramt i 2015, og vi forventer ikke, at det vil gentage sig i 2016, da mange af de negative nyheder og begivenheder allerede er indregnet i obligationskurserne. Ydermere er realrenterne på de nye markeder høje, og vi mener, at det kompenserer for risikoen. Vi forventer dog fortsat kursudsving på kort sigt. Vi forventer, at inflationen globalt set vil stige, da vi forventer en stabilisering af prisen på olie og andre råvarer. Det er vores forventning, at olieprisen vil falde i første halvår 2016, herefter er der en forhøjet sandsynlighed for stigende oliepriser hen over sommeren. Vi forudser en risiko for stigende fødevarepriser forårsaget af vejrfænomener som f.eks. el Niño. Det er svært at forudse, hvordan forskellige regioner vil blive ramt, men mange lande i det tropiske klimabælte har allerede oplevet 20 pct. til 30 pct. reduktion i den årlige regnmængde.

Vi begynder 2016 med en overvægt i Tyrkiet og en undervægt i Sydafrika. Vi har stadig et positivt syn på Mexico ud fra et makroøkonomisk perspektiv, og vi forventer, at inflationen i Mexico vil stige i 2016. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Vi forventer, at afdelingen vil give et positivt afkast i 2016, selvom vi er opmærksomme på risikoen for, at valutakursudsving vil påvirke afkastet negativt. Vi mener dog, at den højere rente og muligheden for positive overraskelser om inflationen mere end opvejer valutarisikoen. Valutakursfald, som vi har set i 2015, vil typisk have en afsmittende effekt på inflationen, da prisen på importerede varer stiger målt i lokal valuta. Vi forventer, at indeksobligationer fra de nye markeder vil give et højere afkast end nominelt forrentede obligationer udstedt i lokal valuta fra nye markeder. Vi baserer det på vores forventning om opjustering af inflationsforventninger på de fleste nye markeder i 2016.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Nye Markeder Indeksobligationer

Resultatopgørelse		Balance	
6.5.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 DKK		1.000 DKK	
		Aktiver	
Renter og udbytter:		Likvide midler:	
1 Renteindtægter	3.421	Indestående i depotselskab	957
2 Renteudgifter	3	I alt likvide midler	957
I alt renter og udbytter	3.418	Obligationer:	
3 Kursgevinster og -tab:		Not. obl. fra udl. udstedere	134.635
Obligationer	÷ 19.443	I alt obligationer	134.635
Valutakonti	786	Andre aktiver:	
4 Handelsomkostninger	÷ 6	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	980
I alt kursgevinster og -tab	÷ 18.662	I alt andre aktiver	980
I alt indtægter	÷ 15.245	Aktiver i alt	136.572
5 Administrationsomkostninger	1.092	Passiver	
Resultat før skat	÷ 16.336	7 Medlemmernes formue	136.562
Skat	0	Anden gæld:	
Årets nettoresultat	÷ 16.336	Skyldige omkostninger	10
Overskudsdisponering		I alt anden gæld	10
Foreslået udlodning	1.056	Passiver i alt	136.572
Overført til udlodning næste år	65		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	1.122		
Overført til formuen	÷ 17.458		
I alt disponeret	÷ 16.336		

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	÷ 9,50
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	÷ 10,02
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	90,50
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷ 16.336
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	0,70
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,19
ÅOP	-	-	-	-	1,33
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	136.562
Antal andele	-	-	-	-	1.509.000
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Nye Markeder Indeksobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK 2015

Indestående i depotselskab	10
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.411
I alt renteindtægter	3.421

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK 2015

Andre renteudgifter	3
I alt renteudgifter	3

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷19.443
Valutakonti	786
Handelsomkostninger	÷6
I alt kursgevinster og -tab	÷18.662

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger	÷33
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	27
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷6

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0
Managementhonorar	917	0
Fast administrationshonorar	174	0
I alt opdelte adm.omk.	1.092	0
I alt adm.omkostninger		1.092

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter		3.418
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.		3
Kursgevinst til udlodning		÷1.279
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster		108
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger		2.251
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		1.092
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		÷37
I alt til rådighed for udlodning, netto		1.122

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele Formueværdi i 1.000 DKK	
Emissioner i året	1.549.000	155.867
Indløsninger i året	÷40.000	÷3.737
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		768
Foreslået udlodning		1.056
Overførsel af periodens resultat		÷17.458
Overført til udlodning næste år		65
I alt medlemmernes formue	1.509.000	136.562

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6
I alt finansielle instrumenter	98,6
Øvrige akiver og passiver	1,4
I alt	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Investerer i 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, kl. DKK
- Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK
- Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR
- Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
6.5.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	3.686	Likvide midler:	
2 Renteudgifter	4	Indestående i depotselskab	1.627
I alt renter og udbytter	3.682	I alt likvide midler	1.627
3 Kursgevinster og -tab:		Obligationer:	
Obligationer	÷20.962	Not. obl. fra udl. udstedere	143.966
Valutakonti	837	I alt obligationer	143.966
4 Handelsomkostninger	÷9	Andre aktiver:	
I alt kursgevinster og -tab	÷20.134	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.041
I alt indtægter	÷16.452	I alt andre aktiver	1.041
5 Administrationsomkostninger	1.190	Aktiver i alt	146.634
Resultat før skat	÷17.642	Passiver	
Skat	0	6 Medlemmernes formue	146.623
Årets nettoresultat	÷17.642	Anden gæld:	
Overskudsdisponering		Skyldige omkostninger	11
Overført til formuen	÷17.642	I alt anden gæld	11
I alt disponeret	÷17.642	Passiver i alt	146.634

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷17.642
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	146.623

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK 2015

Indestående i depotselskab	12
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.674
I alt renteindtægter	3.686

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK 2015

Andre renteudgifter	4
I alt renteudgifter	4

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷20.962
Valutakonti	837
Handelsomkostninger	÷9
I alt kursgevinster og -tab	÷20.134

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger	÷49
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	41
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷9

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	990	0
Fast administrationsonorar	201	0
I alt opdelte adm.omk.	1.190	0
I alt adm.omkostninger		1.190

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationsonorar og et managementonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationsonoraret udgør et "fast administrationsonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationsonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året		168.004
Indløsninger i året		÷4.357
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		618
Overførsel af periodens resultat		÷17.642
I alt medlemmernes formue		146.623

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2
I alt finansielle instrumenter	98,2
Øvrige aktiver og passiver	1,8
I alt	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 6. maj 2015, gav den et negativt afkast på 9,68 pct., mens benchmark faldt med 10,02 pct. Andelsklassens afkast var under vores forventning om et lavt positivt afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

2015 var et turbulent år, hvor indeksobligationer fra nye markeder gav et negativt afkast. Valutakurserne på de nye markeder blev negativt påvirkede af globale begivenheder såsom den lavere økonomiske vækst i Kina, det kraftige fald i råvarepriserne, den stærke USD samt begyndelsen på den amerikanske centralbanks forventede række af renteforhøjelser. Siden afdelingens start i maj har den brasilianske real klaret sig dårligst af alle valutaer med et fald på 20 pct. over for DKK. Sydafrikanske rand og chilenske pesos faldt henholdsvis 19 pct. og 10 pct. i forhold til DKK. Renterne klarede sig bedre end valutaerne, og afkastet målt i lokal valuta var positivt i alle nye markeder på nær Mexico og Thailand, men det var ikke tilstrækkeligt til at kompensere for de negative valutakursbevægelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,34 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen var undervægtet i Brasilien i tredje kvartal, hvilket bidrog positivt til merafkastet. Tilsvarende bidrog overvægt i Tyrkiet og undervægt i Sydafrika i fjerde kvartal positivt til merafkastet. En undervægt af varighed i Mexico bidrog negativt til merafkastet, da inflationsforventningerne faldt og dermed udløste kursfald.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En af de største risici i 2016 er risikoen for en kraftigere opbremsning i den kinesiske økonomi kombineret med en devaluering af den kinesiske renminbi. Det kan bidrage til yderligere fald i råvarepriserne, som vil påvirke den globale inflation negativt. Faldende råvarepriser vil presse statsbudgettet yderligere i allerede pressede råvareeksporterende lande. Vi vurderer også, at geopolitiske risici kan spille en vigtig rolle i 2016, og det kan føre til ustabilitet i de enkelte markeder.

Endelig vil større politisk usikkerhed i de enkelte lande få renterne til at stige. Eksempelvis var renterne i Brasilien særligt høje ved årets indgang, fordi der er stor risiko for en rigsretssag mod præsidenten.

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
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	7,4%
1-3 år	33,5%
3-5 år	30,5%
5-10 år	22,9%
Over 10 år	4,7%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina vil lykkes med en blød landing, og at den amerikanske centralbank vil fortsætte de gradvise rentestigninger i 2016. Vi mener, at valutaerne i de nye markeder blev hårdt ramt i 2015, og vi forventer ikke, at det vil gentage sig i 2016, da mange af de negative nyheder og begivenheder allerede er indregnet i obligationskurserne. Ydermere er realrenterne på de nye markeder høje, og vi mener, at det kompenserer for risikoen. Vi forventer dog fortsat kursudsving på kort sigt. Vi forventer, at inflationen globalt set vil stige, da vi forventer en stabilisering af prisen på olie og andre råvarer. Det er vores forventning, at olieprisen vil falde i første halvår 2016, herefter er der en forhøjet sandsynlighed for stigende oliepriser hen over sommeren. Vi forudser en risiko for stigende fødevarerpriser forårsaget af vejrphenomener som f.eks. el Niño. Det er svært at forudse, hvordan forskellige regioner vil blive ramt, men mange lande i det tropiske klimabælte har allerede oplevet 20 pct. til 30 pct. reduktion i den årlige regnmængde.

Vi begynder 2016 med en overvægt i Tyrkiet og en undervægt i Sydafrika. Vi har stadig et positivt syn på Mexico ud fra et makroøkonomisk perspektiv, og vi forventer, at inflationen i Mexico vil stige i 2016. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Vi forventer, at afdelingen vil give et positivt afkast i 2016, selvom vi er opmærksomme på risikoen for, at valutakursudsving vil påvirke afkastet negativt. Vi mener dog, at den højere rente og muligheden for positive overraskelser om inflationen mere end opvejer valutarisikoen. Valutakursfald, som vi har set i 2015, vil typisk have en afsmittende effekt på inflationen, da prisen på importerede varer stiger målt i lokal valuta. Vi forventer, at indeksobligationer fra de nye markeder vil give et højere afkast end nominelt forrentede obligationer udstedt i lokal valuta fra nye markeder. Vi baserer det på vores forventning om opjustering af inflationsforventninger på de fleste nye markeder i 2016.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	÷9,68
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	÷10,02
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	90,32
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷13.752
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,19
ÅOP	-	-	-	-	1,34
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	110.234
Antal andele	-	-	-	-	1.220.500
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	65-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷12.874
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	879
Klassens resultat	÷13.752
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	127.686
Indløsninger i året	÷4.326
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	627
Overførsel af periodens resultat	÷13.752
Medlemmernes formue ultimo	110.234
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	1.267.500
Indløsninger i året	÷47.000
Andele ultimo året	1.220.500

Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 6. maj 2015, gav den et afkast på 3,31 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 2,32 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast indfriede

vores forventning om et lavt positivt afkast, men var mindre tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

2015 var et turbulent år, hvor indeksobligationer fra nye markeder gav et negativt afkast. Valutakurserne på de nye markeder blev negativt påvirkede af globale begivenheder såsom den lavere økonomiske vækst i Kina, det kraftige fald i råvarepriserne, den stærke USD samt begyndelsen på den amerikanske centralbanks forventede række af renteforhøjelser. Siden afdelingens start i maj har den brasilianske real klaret sig dårligst af alle valutaer med et fald på 20 pct. over for DKK. Sydafrikanske rand og chilenske pesos faldt henholdsvis 19 pct. og 10 pct. i forhold til DKK. Renterne klarede sig bedre end valutaerne, og afkastet målt i lokalvaluta var positivt i alle nye markeder på nær Mexico og Thailand, men det var ikke tilstrækkeligt til at kompensere for de negative valutakursbevægelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,99 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen var undervægtet i Brasilien i tredje kvartal, hvilket bidrog positivt til merafkastet. Tilsvarende bidrog overvægt i Tyrkiet og undervægt i Sydafrika i fjerde kvartal positivt til merafkastet. En undervægt af varighed i Mexico bidrog negativt til merafkastet, da inflationsforventningerne faldt og dermed udløste kursfald.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En af de største risici i 2016 er risikoen for en kraftigere opbremsning i den kinesiske økonomi kombineret med en devaluering af den kinesiske renminbi. Det kan bidrage til yderligere fald i råvarepriserne, som vil påvirke den globale inflation negativt. Faldende råvarepriser vil presse statsbudgettet yderligere i allerede pressede råvareeksporterende lande. Vi vurderer også, at geopolitiske risici kan spille en vigtig rolle i 2016, og det kan føre til ustabilitet i de enkelte markeder.

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	7,4%
1-3 år	33,5%
3-5 år	30,5%
5-10 år	22,9%
Over 10 år	4,7%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Endelig vil større politisk usikkerhed i de enkelte lande få renterne til at stige, for eksempel er renterne i Brasilien ekstra høje ved årets indgang, fordi der er stor risiko for en rigsrets-sag mod præsidenten.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina vil lykkes med en blød landing, og at den amerikanske centralbank vil fortsætte de gradvise rentestigninger i 2016. Vi mener, at valutaerne i de nye markeder blev hårdt ramt i 2015, og vi forventer ikke, at det vil gentage sig i 2016, da mange af de negative nyheder og begivenheder allerede er indregnet i obligationskurserne. Ydermere er realrenterne på de nye markeder høje, og vi mener, at det kompenserer for risikoen. Vi forventer dog fortsat kursudsving på kort sigt. Vi forventer, at inflationen globalt set vil stige, da vi forventer en stabilisering af prisen på olie og andre råvarer. Det er vores forventning, at olieprisen vil falde i første halvår 2016, herefter er der en forhøjet sandsynlighed for stigende oliepriser hen over sommeren. Vi forudser en risiko for stigende fødevarepriser forårsaget af vejr-fænomener som f.eks. el Niño. Det er svært at forudse, hvordan forskellige regioner vil blive ramt, men mange lande i det tropiske klimabælte har allerede oplevet 20 pct. til 30 pct. reduktion i den årlige regnmængde.

Vi begynder 2016 med en overvægt i Tyrkiet og en under-vægt i Sydafrika. Vi har stadig et positivt syn på Mexico ud fra et makroøkonomisk perspektiv, og vi forventer, at inflationen i Mexico vil stige i 2016. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Vi forventer, at afdelingen vil give et positivt afkast i 2016, selvom vi er opmærksomme på risikoen for, at valutakursudsving vil påvirke afkastet negativt. Vi mener dog, at den højere rente og muligheden for positive overraskelser om inflationen mere end opvejer valutarisikoen. Valutakurs-fald, som vi har set i 2015, vil typisk have en afsmittende effekt på inflationen, da prisen på importerede varer stiger målt i lokal valuta. Vi forventer, at indeksobligationer fra de nye markeder vil give et højere afkast end nominelt forrentede obligationer udstedt i lokal valuta fra nye markeder. Vi baserer det på vores forventning om opjustering af inflationsforventninger på de fleste nye markeder i 2016.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	3,31
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	2,32
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	103,31
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷1.274
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	12.027
Antal andele	-	-	-	-	150.000
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	6.5.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.171
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	102
Klassens resultat	÷1.274
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	13.304
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	÷3
Overførsel af periodens resultat	÷1.274
Medlemmernes formue ultimo	12.027
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	150.000
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	150.000

Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 6. maj 2015, gav den et negativt afkast på 9,75 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt med 9,98 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast

var under vores forventning om et lavt positivt afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

2015 var et turbulent år, hvor indeksobligationer fra nye markeder gav et negativt afkast. Valutakurserne på de nye markeder blev negativt påvirkede af globale begivenheder såsom den lavere økonomiske vækst i Kina, det kraftige fald i råvarepriserne, den stærke USD samt begyndelsen på den amerikanske centralbanks forventede række af renteforhøjelser. Siden afdelingens start i maj har den brasilianske real klaret sig dårligst af alle valutaer med et fald på 20 pct. over for DKK. Sydafrikanske rand og chilenske pesos faldt henholdsvis 19 pct. og 10 pct. i forhold til DKK. Renterne klarede sig bedre end valutaerne, og afkastet målt i lokalvaluta var positivt i alle nye markeder på nær Mexico og Thailand, men det var ikke tilstrækkeligt til at kompensere for de negative valutakursbevægelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,23 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen var undervægtet i Brasilien i tredje kvartal, hvilket bidrog positivt til merafkastet. Tilsvarende bidrog overvægt i Tyrkiet og undervægt i Sydafrika i fjerde kvartal positivt til merafkastet. En undervægt af varighed i Mexico bidrog negativt til merafkastet, da inflationsforventningerne faldt og dermed udløste kursfald.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En af de største risici i 2016 er risikoen for en kraftigere opbremsning i den kinesiske økonomi kombineret med en devaluering af den kinesiske renminbi. Det kan bidrage til yderligere fald i råvarepriserne, som vil påvirke den globale inflation negativt. Faldende råvarepriser vil presse statsbudgettet yderligere i allerede pressede råvareeksporterende lande. Vi vurderer også, at geopolitiske risici kan spille en vigtig rolle i 2016, og det kan føre til ustabilitet i de enkelte markeder.

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
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	7,4%
1-3 år	33,5%
3-5 år	30,5%
5-10 år	22,9%
Over 10 år	4,7%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Endelig vil større politisk usikkerhed i de enkelte lande få renterne til at stige, for eksempel er renterne i Brasilien ekstra høje ved årets indgang, fordi der er stor risiko for en rigsrets-sag mod præsidenten.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina vil lykkes med en blød landing, og at den amerikanske centralbank vil fortsætte de gradvise rentestigninger i 2016. Vi mener, at valutaerne i de nye markeder blev hårdt ramt i 2015, og vi forventer ikke, at det vil gentage sig i 2016, da mange af de negative nyheder og begivenheder allerede er indregnet i obligationskurserne. Ydermere er realrenterne på de nye markeder høje, og vi mener, at det kompenserer for risikoen. Vi forventer dog fortsat kursudsving på kort sigt. Vi forventer, at inflationen globalt set vil stige, da vi forventer en stabilisering af prisen på olie og andre råvarer. Det er vores forventning, at olieprisen vil falde i første halvår 2016, herefter er der en forhøjet sandsynlighed for stigende oliepriser hen over sommeren. Vi forudser en risiko for stigende fødevarerpriser forårsaget af vejrphenomener som f.eks. el Niño. Det er svært at forudse, hvordan forskellige regioner vil blive ramt, men mange lande i det tropiske klimabælte har allerede oplevet 20 pct. til 30 pct. reduktion i den årlige regnmængde.

Vi begynder 2016 med en overvægt i Tyrkiet og en undervægt i Sydafrika. Vi har stadig et positivt syn på Mexico ud fra et makroøkonomisk perspektiv, og vi forventer, at inflationen i Mexico vil stige i 2016. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Vi forventer, at afdelingen vil give et positivt afkast i 2016, selvom vi er opmærksomme på risikoen for, at valutakursudsving vil påvirke afkastet negativt. Vi mener dog, at den højere rente og muligheden for positive overraskelser om inflationen mere end opvejer valutarisikoen. Valutakursfald, som vi har set i 2015, vil typisk have en afsmittende effekt på inflationen, da prisen på importerede varer stiger målt i lokal valuta. Vi forventer, at indeksobligationer fra de nye markeder vil give et højere afkast end nominelt forrentede obligationer udstedt i lokal valuta fra nye markeder. Vi baserer det på vores forventning om opjustering af inflationsforventninger på de fleste nye markeder i 2016.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	÷9,75
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	÷9,98
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	9,03
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷1.441
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	13.470
Antal andele	-	-	-	-	200.000
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	6.5.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.326
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	115
Klassens resultat	÷1.441
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	14.914
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	÷4
Overførsel af periodens resultat	÷1.441
Medlemmernes formue ultimo	13.470
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	200.000
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	200.000

Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 6. maj 2015, gav den et negativt afkast på 11,20 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt med 11,71 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast

var under vores forventning om et lavt positivt afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

2015 var et turbulent år, hvor indeksobligationer fra nye markeder gav et negativt afkast. Valutakurserne på de nye markeder blev negativt påvirkede af globale begivenheder såsom den lavere økonomiske vækst i Kina, det kraftige fald i råvarepriserne, den stærke USD samt begyndelsen på den amerikanske centralbanks forventede række af renteforhøjelser. Siden afdelingens start i maj har den brasilianske real klaret sig dårligst af alle valutaer med et fald på 20 pct. over for DKK. Sydafrikanske rand og chilenske pesos faldt henholdsvis 19 pct. og 10 pct. i forhold til DKK. Renterne klarede sig bedre end valutaerne, og afkastet målt i lokalvaluta var positivt i alle nye markeder på nær Mexico og Thailand, men det var ikke tilstrækkeligt til at kompensere for de negative valutakursbevægelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,51 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen var undervægtet i Brasilien i tredje kvartal, hvilket bidrog positivt til merafkastet. Tilsvarende bidrog overvægt i Tyrkiet og undervægt i Sydafrika i fjerde kvartal positivt til merafkastet. En undervægt af varighed i Mexico bidrog negativt til merafkastet, da inflationsforventningerne faldt og dermed udløste kursfald.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

En af de største risici i 2016 er risikoen for en kraftigere opbremsning i den kinesiske økonomi kombineret med en devaluering af den kinesiske renminbi. Det kan bidrage til yderligere fald i råvarepriserne, som vil påvirke den globale inflation negativt. Faldende råvarepriser vil presse statsbudgettet yderligere i allerede pressede råvareeksporterende lande. Vi vurderer også, at geopolitiske risici kan spille en vigtig rolle i 2016, og det kan føre til ustabilitet i de enkelte markeder.

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	7,4%
1-3 år	33,5%
3-5 år	30,5%
5-10 år	22,9%
Over 10 år	4,7%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Endelig vil større politisk usikkerhed i de enkelte lande få renterne til at stige, for eksempel er renterne i Brasilien ekstra høje ved årets indgang, fordi der er stor risiko for en rigsrets-sag mod præsidenten.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina vil lykkedes med en blød landing, og at den amerikanske centralbank vil fortsætte de gradvise rentestigninger i 2016. Vi mener, at valutaerne i de nye markeder blev hårdt ramt i 2015, og vi forventer ikke, at det vil gentage sig i 2016, da mange af de negative nyheder og begivenheder allerede er indregnet i obligationskurserne. Ydermere er realrenterne på de nye markeder høje, og vi mener, at det kompenserer for risikoen. Vi forventer dog fortsat kursudsving på kort sigt. Vi forventer, at inflationen globalt set vil stige, da vi forventer en stabilisering af prisen på olie og andre råvarer. Det er vores forventning, at olieprisen vil falde i første halvår 2016, herefter er der en forhøjet sandsynlighed for stigende oliepriser hen over sommeren. Vi forudser en risiko for stigende fødevarepriser forårsaget af vejr-fænomener som f.eks. el Niño. Det er svært at forudse, hvordan forskellige regioner vil blive ramt, men mange lande i det tropiske klimabælte har allerede oplevet 20 pct. til 30 pct. reduktion i den årlige regnmængde.

Vi begynder 2016 med en overvægt i Tyrkiet og en under-vægt i Sydafrika. Vi har stadig et positivt syn på Mexico ud fra et makroøkonomisk perspektiv, og vi forventer, at inflationen i Mexico vil stige i 2016. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Vi forventer, at afdelingen vil give et positivt afkast i 2016, selvom vi er opmærksomme på risikoen for, at valutakursudsving vil påvirke afkastet negativt. Vi mener dog, at den højere rente og muligheden for positive overraskelser om inflationen mere end opvejer valutarisikoen. Valutakurs-fald, som vi har set i 2015, vil typisk have en afsmittende effekt på inflationen, da prisen på importerede varer stiger målt i lokal valuta. Vi forventer, at indeksobligationer fra nye de markeder vil give et højere afkast end nominelt forrentede obligationer udstedt i lokal valuta fra nye markeder. Vi baserer det på vores forventning om opjustering af inflationsforventninger på de fleste nye markeder i 2016.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	÷11,20
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	÷11,71
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	-	88,80
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷1.175
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	10.892
Antal andele	-	-	-	-	150.514
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	6.5.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.082
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	93
Klassens resultat	÷1.175
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	12.100
Indløsninger i året	÷31
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	÷2
Overførsel af periodens resultat	÷1.175
Medlemmernes formue ultimo	10.892
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	150.916
Indløsninger i året	÷402
Andele ultimo året	150.514

Nye Markeder Obligationer

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 0,85 pct., mens benchmark steg med 0,24 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter; men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer blev udvidet. Udvidelsen var drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland og bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Efter et positivt første halvår af 2015 blev merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,60 procentpoint i andet halvår til 4,15 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændudvidelse var et kraftigt fald i olieprisen på over 40 pct. i andet halvår; generelt skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med bl.a. dyb recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina. Det resulterede i, at obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasikret over for EUR, kom ud af året med et beskedent positivt afkast på 0,75 pct., hvilket dog var 0,3 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,61 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end dets benchmark, og afdelingen blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted i andet halvår. Men den negative effekt herfra blev så rigeligt opvejet af positive effekter fra såvel landeallokeringen som papirvalget inden for de enkelte lande. Her var bidraget fra papirvalget til merafkastet i forhold til benchmark ca. to en halv gang så stort som bidraget fra selve landevalget.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2002
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til DKK
Fondskode: DK0016209323
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	2,0%
1-3 år	16,9%
3-5 år	19,9%
5-10 år	44,2%
Over 10 år	15,0%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,02
Standardafvigelse	6,75
Tracking error	1,08
Information Ratio	-0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,03
Standardafvigelse (benchm.)	6,65

Nye Markeder Obligationer

Inden for landevalget var der store positive bidrag fra vores overvægte i Rusland, Slovenien og Argentina samt fra vores undervægte i Malaysia og Chile. Med hensyn til papirvalget kom langt det største bidrag fra Venezuela, hvor vi gennem hele året havde stor succes med at placere os det rigtige sted på rentekurven. Men der var også store positive bidrag fra papirvalgene i Ukraine, Mexico og Brasilien.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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 2016, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et afkast i afdelingen på lige omkring 0 pct.

I 2015 blev vi mindet om, hvor stor betydning udviklingen i Kina og forventningerne hertil har for stemningen på de finansielle markeder. Hvis den økonomiske afmatning i Kina tiltager i et omfang, der skaber frygt for en decideret hård landing, kan det godt gå hen at få en betydelig negativ effekt på afdelingens afkast.

Afdelingen har en ganske stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventning til markedet samt strategi

Med udsigt til relativ solid vækst i verdensøkonomien i 2016, der især er drevet af de udviklede økonomier, og et højt kreditspænd, der inddiskonterer de negative faktorer, som fik mar-

kedet til at falde i andet halvår af 2015, ser vi ingen grund til at være specielt bekymrede for obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Det er også betryggende, at obligationer fra de nye markeder set i et historisk perspektiv stadig er billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et positivt afkast på obligationer fra de nye markeder udstedt i USD i 2016.

Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsat vil være stor, og at vækstnedgangen i Kina ser ud til at fortsætte. Endvidere knytter der sig stadig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer samt til den geopolitiske situation i Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre 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.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer eller den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Nye Markeder Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	648.604	597.034	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	637	9	Indestående i depotselskab	44.230	174.222
I alt renter og udbytter	647.967	597.025	I alt likvide midler	44.230	174.222
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	574.789	1.108.565	Not. obl. fra udl. udstedere	9.615.018	10.057.423
Afledte finansielle instr.	÷ 1.156.913	÷ 1.095.578	Unoterede obligationer	0	34.590
Valutakonti	118.634	1.629	I alt obligationer	9.615.018	10.092.013
Øvrige aktiver/passiver	÷ 7	23	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷ 685	÷ 319	Unot. afl. finansielle instr.	147.151	23.244
I alt kursgevinster og -tab	÷ 464.182	14.320	I alt afledte finansielle instr.	147.151	23.244
I alt indtægter	183.785	611.344	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	116.129	103.920	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	161.821	173.425
Resultat før skat	67.656	507.424	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	363
Skat	0	0	I alt andre aktiver	161.821	173.788
Årets nettoresultat	67.656	507.424	Aktiver i alt	9.968.220	10.463.267
Overskudsdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	0	18.139	7 Medlemmernes formue	9.957.196	10.153.205
Overført til udlodning næste år	÷ 141.883	4.968	Afledte finansielle instrumenter:		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷ 141.883	23.107	Unot. afl. finansielle instr.	10.388	304.664
Overført til formuen	209.539	484.317	I alt afledte finansielle instr.	10.388	304.664
I alt disponeret	67.656	507.424	Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	636	5.109
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	289
			I alt anden gæld	636	5.398
			Passiver i alt	9.968.220	10.463.267

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	6,91	20,49	÷ 5,24	5,48	0,85
Benchmarkafkast (pct.)	7,30	16,54	÷ 5,78	6,91	0,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,94	128,09	108,25	111,95	112,70
Nettoresultat (t.DKK)	174.898	1.240.089	÷ 465.528	507.424	67.656
Udbytte (DKK pr. andel)	10,00	13,90	2,20	0,20	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,02	1,03	1,00	1,04	1,09
ÅOP	1,32	1,29	1,33	1,34	1,30
Omsætningshastighed (antal gange)	0,21	0,23	0,22	0,57	0,57
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.609.977	9.318.273	8.782.573	10.153.205	9.957.196
Antal andele	39.762.445	72.574.834	81.129.925	90.693.834	88.348.452
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Nye Markeder Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	4	2
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	647.283	596.358
Unoterede obligationer	495	432
Andre renteindtægter	822	242
I alt renteindtægter	648.604	597.034

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	637	9
I alt renteudgifter	637	9

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	574.789	1.105.626
Unoterede obligationer	0	2.939
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 1.160.847	÷ 1.103.982
Renteforretninger	3.933	8.404
Valutakonti	118.634	1.629
Øvrige aktiver/passiver	÷ 7	23
Handelsomkostninger	÷ 685	÷ 319
I alt kursgevinster og -tab	÷ 464.182	14.320

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 688	÷ 321
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2	3
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 685	÷ 319

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
2015		2014	
Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	848	301
Managementonorar	101.197	89.883	0
Fast administrationshonorar	14.932	12.888	0
I alt opdelt adm.omk.	116.129	103.619	301
I alt adm.omkostninger	116.129	103.920	

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	647.967	597.025
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	637	0
Kursgevinst til udlodning	÷ 777.695	÷ 481.360
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷ 17.760	12.623
Udlodning overført fra sidste år	4.968	1.571
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷ 141.883	129.859
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	116.129	103.920
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	6.308	÷ 2.831
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷ 251.703	23.107
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷ 109.820	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷ 141.883	23.107

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE				
2015		2014		
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	90.693.834	10.153.205	81.129.925	8.782.573
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 18.139		÷ 178.486
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷ 1.156		÷ 17.126
Emissioner i året	10.884.602	1.248.830	17.397.568	1.912.613
Indløsninger i året	÷ 13.229.984	÷ 1.508.264	÷ 7.833.659	÷ 867.569
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		15.063		13.776
Foreslået udlodning		0		18.139
Overførsel af periodens resultat		209.539		484.317
Overført til udlodning næste år		÷ 141.883		4.968
I alt medlemmernes formue	88.348.452	9.957.196	90.693.834	10.153.205

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN			
2015		2014	

Finansielle instrumenter i pct.			
Børsnoterede finansielle instrumenter		96,6	99,1
Øvrige finansielle instrumenter		1,4	÷ 2,4
I alt finansielle instrumenter		97,9	96,6
Øvrige aktiver og passiver		2,1	3,4
I alt		100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc., class EUR h
- Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	299.915	327.331	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	11	30	Indestående i depotselskab		
I alt renter og udbytter	299.904	327.301	I alt likvide midler		
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	294.986	642.680	Not. obl. fra udl. udstedere		
Afledte finansielle instr.	÷617.499	÷703.705	Unoterede obligationer		
Valutakonti	176.958	÷46.593	I alt obligationer		
Øvrige aktiver/passiver	120	÷111	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷330	÷194	Unot. afl. finansielle instr.		
I alt kursgevinster og -tab	÷145.765	÷107.923	I alt afledte finansielle instr.		
I alt indtægter	154.139	219.378	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	52.720	59.748	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
Resultat før skat	101.419	159.630	Mellemvær. vedr. handelsafv.		
Skat	0	0	I alt andre aktiver		
Årets nettoresultat	101.419	159.630	Aktiver i alt		
Overskudsdisponering			6 Medlemmernes formue		
Overført til formuen	101.419	159.630	5.063.992		
I alt disponeret	101.419	159.630	5.039.351		
			Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			45.358		
			I alt afledte finansielle instr.		
			45.358		
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger		
			342		
			Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			2.840		
			I alt anden gæld		
			3.182		
			Passiver i alt		
			5.112.532		
			5.238.410		

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	3.356	273.074	÷130.360	159.630	101.419
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,16	0,30	0,00	0,27	0,48
Medlemmernes formue (t.DKK)	596.066	2.269.285	2.922.412	5.039.351	5.063.992

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	5	36
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	299.202	326.835
Unoterede obligationer	278	331
Andre renteindtægter	430	129
I alt renteindtægter	299.915	327.331

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	11	30
I alt renteudgifter	11	30

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	294.499	640.509
Unoterede obligationer	487	2.171
Terminforretninger/futures m.m.	÷627.099	÷724.509
Renteforretninger	9.601	20.804
Valutakonti	176.958	÷46.593
Øvrige aktiver/passiver	120	÷111
Handelsomkostninger	÷330	÷194
I alt kursgevinster og -tab	÷145.765	÷107.923

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷335	÷203
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	5	9
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷330	÷194

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	284	102
Managementhonorar	44.749	0	51.204	0
Fast administrationshonorar	7.971	0	8.159	0
I alt opdelte adm.omk.	52.720	0	59.647	102
I alt adm.omkostninger		52.720		59.748

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo		5.039.351		2.922.412
Emissioner i året		1.537.343		5.053.869
Indløsninger i året		÷1.631.478		÷3.141.603
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		17.357		45.044
Overførsel af periodens resultat		101.419		159.630
I alt medlemmernes formue		5.063.992		5.039.351

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2015		2014	
--	------	--	------	--

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		97,3		99,0
Øvrige finansielle instrumenter		÷0,2		÷2,9
I alt finansielle instrumenter		97,0		96,0
Øvrige aktiver og passiver		3,0		4,0
I alt		100,0		100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 1,63 pct. i EUR, mens benchmark steg 0,74 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske

statsobligationer blev udvidet. Udvidelsen var drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland og bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina.

Markedet

Efter et positivt første halvår af 2015 blev merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,60 procentpoint i andet halvår til 4,15 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændudvidelse var et kraftigt fald i olieprisen på over 40 pct. i andet halvår, generelt skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med bl.a. dyb recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina. Det resulterede i, at obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasikret over for EUR, kom ud af året med et beskedent positivt afkast på 0,75 pct., hvilket dog var 0,3 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,89 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted i andet halvår. Men den negative effekt herfra blev så rigeligt opvejet af positive effekter fra såvel landeallokeringen som papirvalget inden for de enkelte lande. Her var bidraget fra papirvalget til merafkastet i forhold til benchmark ca. to en halv gange så stort som bidraget fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive bidrag fra vores overvægte i Rusland, Slovenien og Argentina samt fra vores undervægte i Malaysia og Chile. Med hensyn til papirvalget kom langt det største bidrag fra Venezuela, hvor vi gennem hele året havde stor succes med at placere os det rigtige sted på rentekurven. Men der var også store positive bidrag fra papirvalgene i Ukraine, Mexico og Brasilien.

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	2,3%
1-3 år	18,1%
3-5 år	18,8%
5-10 år	45,9%
Over 10 år	14,0%
Øvrige inkl. likvide	0,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,01
Standardafvigelse	5,28
Tracking error	1,19
Information Ratio	0,15
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,04
Standardafvigelse (benchm.)	4,65

Måleperiode: Maj 2014 til dec. 2015

Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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 2016, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et afkast i andelsklassen på lige omkring 0 pct.

I 2015 blev vi mindet om, hvor stor betydning udviklingen i Kina og forventningerne hertil har for stemningen på de finansielle markeder. Hvis den økonomiske afmatning i Kina tiltager i et omfang, der skaber frygt for en decideret hård landing, kan det godt gå hen at få en betydelig negativ effekt på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventning til markedet samt strategi

Med udsigt til relativ solid vækst i verdensøkonomien i 2016, der især er drevet af de udviklede økonomier, og et højt kreditspænd, der inddiskonterer de negative faktorer, som fik markedet til at falde i andet halvår af 2015, ser vi ingen grund til at være specielt bekymrede for obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Det er også betryggende, at obligationer fra de nye markeder set i et historisk perspektiv stadig er billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et positivt afkast på obligationer fra de nye markeder udstedt i USD i 2016.

Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsat vil være stor, og at vækstnedgangen i Kina ser ud til at fortsætte. Endvidere knytter der sig stadig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer samt til den geopolitiske situation i Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre 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.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷0,42	1,63
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	0,07	0,74
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	9,96	10,12
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷20.907	9.109
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,04	1,04
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	895.533	1.405.389
Antal andele	-	-	-	12.077.228	18.608.754
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	10	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	22.5.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	20.610	÷15.104
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	11.501	5.803
Klassens resultat	9.109	÷20.907
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	895.533	0
Emissioner i året	526.521	1.397.445
Indløsninger i året	÷28.843	÷491.233
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.069	10.228
Overførsel af periodens resultat	9.109	÷20.907
Medlemmernes formue ultimo	1.405.389	895.533
Antal andele		
Andele primo året	12.077.228	0
Emissioner i året	6.918.910	18.546.283
Indløsninger i året	÷387.384	÷6.469.055
Andele ultimo året	18.608.754	12.077.228

Emerging Markets Debt Hard Currency – Acc., class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 1,57 pct. i EUR, mens benchmark steg 0,74 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske

statsobligationer blev udvidet. Udvidelsen var drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina.

Markedet

Efter et positivt første halvår af 2015 blev merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,60 procentpoint i andet halvår til 4,15 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændudvidelse var et kraftigt fald i olieprisen på over 40 pct. i andet halvår, generelt skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med bl.a. dyb recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina. Det resulterede i, at obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasiikret over for EUR, kom ud af året med et beskedent positivt afkast på 0,75 pct., hvilket dog var 0,3 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,83 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted i andet halvår. Men den negative effekt herfra blev så rigeligt opvejet af positive effekter fra såvel landeallokeringen som papirvalget inden for de enkelte lande. Her var bidraget fra papirvalget til merafkastet i forhold til benchmark ca. to en halv gange så stort som bidraget fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive bidrag fra vores overvægte i Rusland, Slovenien og Argentina samt fra vores undervægte i Malaysia og Chile. Med hensyn til papirvalget kom langt det største bidrag fra Venezuela, hvor vi gennem hele året havde stor succes med at placere os det rigtige sted på rentekurven. Men der var også store positive bidrag fra papirvalgene i Ukraine, Mexico og Brasilien.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: August 2011

Risikoindikator (1-7): 4

Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified.
Hedged til EUR

Fondskode: DK0060294429

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	2,3%
1-3 år	18,1%
3-5 år	18,8%
5-10 år	45,9%
Over 10 år	14,0%
Øvrige inkl. likvide	0,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,12
Standardafvigelse	6,72
Tracking error	1,08
Information Ratio	0,28
Sharpe Ratio (benchm.)	0,08
Standardafvigelse (benchm.)	6,66

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Emerging Markets Debt Hard Currency – Acc., class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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 2016, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et afkast i andelsklassen på lige omkring 0 pct.

I 2015 blev vi mindet om, hvor stor betydning udviklingen i Kina og forventningerne hertil har for stemningen på de finansielle markeder. Hvis den økonomiske afmatning i Kina tiltager i et omfang, der skaber frygt for en decideret hård landing, kan det godt gå hen at få en betydelig negativ effekt på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventning til markedet samt strategi

Med udsigt til relativ solid vækst i verdensøkonomien i 2016, der især er drevet af de udviklede økonomier, og et højt kreditspænd, der inddiskonterer de negative faktorer, som fik markedet til at falde i andet halvår af 2015, ser vi ingen grund til at være specielt bekymrede for obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Det er også betryggende, at obligationer fra de nye markeder set i et historisk perspektiv stadig er billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et positivt afkast på obligationer fra de nye markeder udstedt i USD i 2016.

Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsat vil være stor, og at vækstnedgangen i Kina ser ud til at fortsætte. Endvidere knytter der sig stadig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer samt til den geopolitiske situation i Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre 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.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Emerging Markets Debt Hard Currency – Acc., class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)*	0,52	20,97	÷4,53	6,01	1,57
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	0,51	16,82	÷5,58	7,09	0,74
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,05	12,16	11,61	12,31	12,50
Nettoreultat (t.DKK)*	3.356	272.824	÷110.846	242.021	42.070
Administrationsomkostninger (pct.)	1,14	1,02	1,00	1,04	1,04
ÅOP	1,54	1,28	1,30	1,34	1,20
Medlemmernes formue (t.DKK)	596.066	2.247.898	2.452.523	2.512.760	1.515.630
Antal andele	7.978.230	24.777.492	28.318.724	27.421.755	16.248.005
Stykstørrelse i EUR	10	10	10	10	10

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	61.280	282.903
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	19.211	40.882
Klassens resultat	42.070	242.021
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	2.512.760	2.452.523
Emissioner i året	198.739	2.307.305
Indløsninger i året	÷1.245.788	÷2.515.798
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	7.849	26.709
Overførsel af periodens resultat	42.070	242.021
Medlemmernes formue ultimo	1.515.630	2.512.760
Antal andele		
Andele primo året	27.421.755	28.318.724
Emissioner i året	2.129.428	25.977.073
Indløsninger i året	÷13.303.178	÷26.874.042
Andele ultimo året	16.248.005	27.421.755

Nye Markeder Obligation, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 2,90 pct. i NOK, mens benchmark steg 1,74 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer blev udvidet. Udviklingen var drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland og bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Efter et positivt første halvår af 2015 blev merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,60 procentpoint i andet halvår til 4,15 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændudvidelse var et kraftigt fald i olieprisen på over 40 pct. i andet halvår, generelt skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med bl.a. dyb recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina. Det resulterede i, at obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasikret over for EUR, kom ud af året med et beskedent positivt afkast på 0,75 pct., hvilket dog var 0,3 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,16 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted i andet halvår. Men den negative effekt herfra blev så rigeligt opvejet af positive effekter fra såvel landeallokeringen som papirvalget inden for de enkelte lande. Her var bidraget fra papirvalget til merafkastet i forhold til benchmark ca. to en halv gange så stort som bidraget fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive bidrag fra vores overvægte i Rusland, Slovenien og Argentina samt fra vores undervægte i Malaysia og Chile. Med hensyn til papirvalget kom langt det største bidrag fra Venezuela, hvor vi gennem hele året havde stor succes med at placere os det rigtige sted på rentekurven. Men der var også store positive bidrag fra papirvalgene i Ukraine, Mexico og Brasilien.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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 underlig-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK

Fondskode: DK0060517662

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	2,3%
1-3 år	18,4%
3-5 år	19,1%
5-10 år	46,5%
Over 10 år	14,2%
Øvrige inkl. likvide	-0,5%

Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

gende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2016, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et afkast i andelsklassen på lige omkring 0 pct.

I 2015 blev vi mindet om, hvor stor betydning udviklingen i Kina og forventningerne hertil har for stemningen på de finansielle markeder. Hvis den økonomiske afmatning i Kina tiltager i et omfang, der skaber frygt for en decideret hård landing, kan det godt gå hen at få en betydelig negativ effekt på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventning til markedet samt strategi

Med udsigt til relativ solid vækst i verdensøkonomien i 2016, der især er drevet af de udviklede økonomier, og et højt kreditspænd, der inddiskonterer de negative faktorer, som fik markedet til at falde i andet halvår af 2015, ser vi ingen grund til at være specielt bekymrede for obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Det er også betryggende, at obligationer fra de nye markeder set i et historisk perspektiv stadig er billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et positivt afkast på obligationer fra de nye markeder udstedt i USD i 2016.

Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsat vil være stor, og at vækstnedgangen i Kina ser ud til at fortsætte. Endvidere knytter der sig stadig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer samt til den geopolitiske situation i Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre 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.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	÷0,82	7,49	2,90
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	÷1,03	8,34	1,74
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	99,09	106,52	109,61
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷245	÷18.536	÷19.508
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,09	1,10	1,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	109.778	391.577	346.314
Antal andele	-	-	1.241.404	4.478.923	4.070.776
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	9.791	21.068
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷24.009	÷35.892
Administrationsomkostninger	5.290	3.712
Klassens resultat	÷19.508	÷18.536
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	391.577	109.778
Emissioner i året	137.215	313.633
Indløsninger i året	÷164.628	÷14.947
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.659	1.647
Overførsel af periodens resultat	÷19.508	÷18.536
Medlemmernes formue ultimo	346.314	391.577
Antal andele		
Andele primo året	4.478.923	1.241.404
Emissioner i året	1.483.109	3.394.760
Indløsninger i året	÷1.891.257	÷157.241
Andele ultimo året	4.070.776	4.478.923

Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 1,37 pct. i SEK, mens benchmark steg 0,68 pct. i SEK. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende

amerikanske statsobligationer blev udvidet. Udvidelsen var drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland og bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Efter et positivt første halvår af 2015 blev merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,60 procentpoint i andet halvår til 4,15 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændudvidelse var et kraftigt fald i olieprisen på over 40 pct. i andet halvår, generelt skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med bl.a. dyb recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina. Det resulterede i, at obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasisikret over for EUR, kom ud af året med et beskedent positivt afkast på 0,75 pct., hvilket dog var 0,3 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,69 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted i andet halvår. Men den negative effekt herfra blev så rigeligt opvejet af positive effekter fra såvel landeallokeringen som papirvalget inden for de enkelte lande. Her var bidraget fra papirvalget til merafkastet i forhold til benchmark ca. to en halv gange så stort som bidraget fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive bidrag fra vores overvægte i Rusland, Slovenien og Argentina samt fra vores undervægte i Malaysia og Chile. Med hensyn til papirvalget kom langt det største bidrag fra Venezuela, hvor vi gennem hele året havde stor succes med at placere os det rigtige sted på rentekurven. Men der var også store positive bidrag fra papirvalgene i Ukraine, Mexico og Brasilien.

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 2,2%

1-3 år 17,8%

3-5 år 18,5%

5-10 år 45,0%

Over 10 år 13,8%

Øvrige inkl. likvide 2,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio 0,19

Standardafvigelse 6,71

Tracking error 1,11

Information Ratio 0,28

Sharpe Ratio (benchm.) 0,15

Standardafvigelse (benchm.) 6,71

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

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 2016, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et afkast i andelsklassen på lige omkring 0 pct.

I 2015 blev vi mindet om, hvor stor betydning udviklingen i Kina og forventningerne hertil har for stemningen på de finansielle markeder. Hvis den økonomiske afmatning i Kina tiltager i et omfang, der skaber frygt for en decideret hård landing, kan det godt gå hen at få en betydelig negativ effekt på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventning til markedet samt strategi

Med udsigt til relativ solid vækst i verdensøkonomien i 2016, der især er drevet af de udviklede økonomier, og et højt kreditspænd, der inddiskonterer de negative faktorer, som fik markedet til at falde i andet halvår af 2015, ser vi ingen grund til at være specielt bekymrede for obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Det er også betryggende, at obligationer fra de nye markeder set i et historisk perspektiv stadig er billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et positivt afkast på obligationer fra de nye markeder udstedt i USD i 2016.

Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsat vil være stor, og at vækstnedgangen i Kina ser ud til at fortsætte. Endvidere knytter der sig stadig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer samt til den geopolitiske situation i Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre 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.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægtene i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	0,63	÷3,62	6,70	1,37
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	÷4,66	7,59	0,68
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	100,63	96,99	103,49	104,90
Nettoresultat (t.DKK)*	-	250	÷19.269	÷42.948	69.749
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,07	1,09	1,09	1,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	21.387	360.110	1.239.481	1.796.659
Antal andele	-	244.302	4.404.501	15.235.909	21.018.169
Stykstørrelse i SEK	-	100	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	38.716	28.338
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	47.751	÷62.187
Administrationsomkostninger	16.718	9.099
Klassens resultat	69.749	÷42.948
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.239.481	360.110
Emissioner i året	674.868	1.035.486
Indløsninger i året	÷192.220	÷119.625
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.781	6.459
Overførsel af periodens resultat	69.749	÷42.948
Medlemmernes formue ultimo	1.796.659	1.239.481
Antal andele		
Andele primo året	15.235.909	4.404.501
Emissioner i året	8.054.707	12.283.411
Indløsninger i året	÷2.272.447	÷1.452.003
Andele ultimo året	21.018.169	15.235.909

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet, der er til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 8,39 pct., mens benchmark faldt 8,13 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen har ikke indfriet vores forventning om et pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer blev udvidet drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland og bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Afdelingen gav et negativt afkast i 2015. Brasilien, Sydafrika og Colombia gav de dårligste afkast, mens Nigeria, Rusland og Filippinerne gav de bedste afkast. Svage valutaer var et gennemgående tema i hele 2015 for de nye markeder, og alle valutaer fra de nye markeder i benchmark gav negative afkast i forhold til USD og blandede afkast i forhold til EUR. De svage valutaer har endnu ikke ført til stærk konkurrenceevne på eksportmarkederne, hvilket delvist skyldtes den økonomiske opbremsning i Kina. Olieprisen er fortsat faldende, hvilket har undertrykt noget af inflationspresset i de lande, som er nettoimportører af olie. Da renteforhøjelsen fra den amerikanske centralbank, Fed, var forventet igennem det meste af 2015, var virkningen i vid udstrækning allerede indregnet. Fokus vil nu blive rettet mod, hvor hurtigt Fed vil gå frem oven på den første renteforhøjelse i december.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,26 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Inden for valutavalg trak overvægten af den mexicanske peso og undervægten i russiske rubler ned i afdelingens afkast. Omvendt var der positive bidrag fra undervægten af indonesiske rupiah og thailandske bhat. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak afdelingens overvægt af brasilianske obligationer, herunder inflationsindekse-rede obligationer, samt positioner i indonesiske obligationer ned i afkastet. Afdelingens undervægt af tyrkiske obligationer udstedt i lokal valuta bidrog positivt.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in DKK
Fondskode: DK0060073252
Porteføljeradgiver: Goldman Sachs Asset Management International

Varigheder

0-1 år	6,7%
1-3 år	21,8%
3-5 år	26,9%
5-10 år	39,5%
Over 10 år	2,1%
Øvrige inkl. likvide	3,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,65
Standardafvigelse	10,31
Tracking error	1,12
Information Ratio	-0,47
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,60
Standardafvigelse (benchm.)	10,26

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Olieprisen fortsatte sit fald i andet halvår 2015, hvilket ikke mindst skyldtes OPEC undlod at skære i olieproduktionen, og det har været en afgørende faktor for de store fald på råvaremarkedet. Vi har forsøgt at finde forskydninger i forhold til de faldende priser med overvægt i visse olieimporterende lande som f.eks. Den Dominikanske Republik. En potentiel vending i olieprisen udgør en risiko for nettoimportørerne, men vil omvendt gavne nettoeksportører af olie som f.eks. Colombia og Rusland. Afdelingen har en overvægt inden for russiske obligationer udstedt i lokal valuta på baggrund af svækkelsen af rublen, som bør opveje noget af virkningen af de lave råvarepriser.

Afdelingen har undervægt i valutaer med eksponering mod svagere efterspørgsel fra Kina, herunder indonesiske rupiah og malaysiske ringgit. Afdelingen har overvægt i perifere europæiske valutaer som f.eks. polske zloty, som vi forventer vil nyde godt af handelsrelationer med Europa i lyset af de aktuelle kvantitative pengepolitiske lempelser og deres grundlæggende sunde betalingsbalancer. Risikoen i denne forbindelse er, hvis Europas kernelande klarer sig bedre end periferilandene, og hvis de pengepolitiske lempelser reduceres. Afdelingens største valutaposition er i mexicanske pesos som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, hvor vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne investering.

Afdelingens største risici er en undervægt af obligationer udstedt i Malaysia i lokal valuta, som kan trække ned i afkastet, hvis en stigende oliepris fører til kursstigninger på disse papirer, samt en overvægt af colombianske obligationer, hvor vi vurderer, at pesoen har rettet sig tilstrækkeligt til at opveje den lavere oliepris. Generelt vurderer vi, at Colombia har et stærkt politisk grundlag og den fornødne fleksibilitet til at reagere på modgang for at sikre økonomisk og finansiell stabilitet.

Forventning til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Oven på det generelt negative afkast på lokale obligationer fra de nye markeder i 2015 står de nye markeder nu over for en række udfordringer. Lokale obligationer fra de nye markeder er kommet under pres af det yderligere fald i råvarepriserne, Kinas urolige aktiemarked og

svækkelsen af renminbien, en fortsat stærk USD samt svage valutaer i de nye markeder samt idiosynkratiske faktorer med indvirkning på enkeltlande.

De faldende råvarepriser tynger fortsat den samlede inflation i de nye markeder. Resultatet er en stigning i realrenterne, som fører til strammere finansieringsforhold selv i Sydøstasien, som længe har haft en af de laveste og endda negative realrenter i de nye markeder. Disse lande har svært ved at lempe pengepolitikken yderligere for at sætte gang i den økonomiske vækst og undgå deflation.

Afdelingen har fokus på specifikke lande blandt de nye markeder for at identificere lande, som fortsat har en skæv prissætning. Afdelingen har en overvægt af brasilianske obligationer udstedt i lokal valuta, som har en effektiv rente på over 6 pct., hvilket vi anser for at være højt i dagens marked. Der er behov for yderligere reformer og fortsatte politiske risici forbundet med Brasilien, og vi holder skarpt øje med positionen. I Tyrkiet har afdelingen en undervægt af obligationer udstedt i lokal valuta og har en kort position i tyrkiske lira som følge af høj inflation og underskud på landets betalingsbalance.

Mexico er fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Afdelingen har derfor en overvægt i mexicanske peso, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover.

Afdelingen har en undervægt i malaysiske ringgit som følge af landets tætte samhandelsrelationer med Kina, hvor vi fortsat er skeptiske omkring de makroøkonomiske udsigter og særligt landets vækstudsigter og kapitaludstrømning. De seneste nøgletal tyder på sløj efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	277.697	346.539	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	48	0	Indestående i depotselskab	85.420	298.863
I alt renter og udbytter	277.650	346.539	I alt likvide midler	85.420	298.863
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷357.316	÷98.791	Not. obl. fra udl. udstedere	2.841.530	5.850.185
Afledte finansielle instr.	÷186.156	÷375.994	Unoterede obligationer	8.423	26.619
Valutakonti	135.681	202.301	I alt obligationer	2.849.952	5.876.804
Øvrige aktiver/passiver	÷820	1.218	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷422	÷1.406	Unot. afl. finansielle instr.	21.144	104.806
I alt kursgevinster og -tab	÷409.033	÷272.672	I alt afledte finansielle instr.	21.144	104.806
I alt indtægter	÷131.383	73.867	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	51.464	63.944	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	59.916	112.919
Resultat før skat	÷182.848	9.923	Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.069	6
6 Skat	1.700	571	I alt andre aktiver	64.986	112.925
Årets nettoresultat	÷184.547	9.352	Aktiver i alt	3.021.503	6.393.398
Overskudsdisponering			Passiver		
Overført til udlodning næste år	÷426.840	÷880.112	8 Medlemmernes formue	2.999.319	6.237.948
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷426.840	÷880.112	Afledte finansielle instrumenter:		
Overført til formuen	242.293	889.464	Unot. afl. finansielle instr.	18.199	136.671
I alt disponeret	÷184.547	9.352	I alt afledte finansielle instr.	18.199	136.671
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	188	3.137
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.796	15.641
			I alt anden gæld	3.984	18.779
			Passiver i alt	3.021.503	6.393.398

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷1,28	14,99	÷12,84	2,81	÷8,39
Benchmarkafkast (pct.)	÷0,21	15,37	÷11,84	2,95	÷8,13
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,77	120,43	97,11	99,83	91,45
Nettoresultat (t.DKK)	÷113.343	1.030.051	÷1.212.684	9.352	÷184.547
Udbytte (DKK pr. andel)	3,25	9,25	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,08	1,09	1,00	1,09	1,13
ÅOP	1,45	1,41	1,39	1,36	1,29
Omsætningshastighed (antal gange)	0,37	0,49	0,94	1,06	0,59
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.342.546	8.157.470	6.011.881	6.237.948	2.999.319
Antal andele	49.572.377	67.735.675	61.909.846	62.485.078	32.796.709
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	238	376
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷202	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	275.310	340.808
Unoterede obligationer	755	1.763
Andre renteindtægter	1.597	3.592
I alt renteindtægter	277.697	346.539

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	48	0
I alt renteudgifter	48	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷357.156	÷102.585
Unoterede obligationer	÷160	3.794
Terminforretninger/futures m.m.	÷186.156	÷375.994
Valutakonti	135.681	202.301
Øvrige aktiver/passiver	÷820	1.218
Handelsomkostninger	÷422	÷1.406
I alt kursgevinster og -tab	÷409.033	÷272.672

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷762	÷2.055
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	340	649
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷422	÷1.406

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	587	205
Managementhonorar	45.109	0	55.676	0
Fast administrationshonorar	6.355	0	7.476	0
I alt opdelte adm.omk.	51.464	0	63.739	205
I alt adm.omkostninger		51.464		63.944

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.700	571
I alt skat	1.700	571

NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	277.650	346.539
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.700	÷571
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	48	0
Kursgevinst til udlodning	÷205.892	÷741.588
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	383.166	÷438.537
Udlodning overført fra sidste år	÷880.112	÷45.955
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷426.840	÷880.112
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	51.464	63.944
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	14.116	÷3.882
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷464.189	÷947.938
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷37.348	÷67.826
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷426.840	÷880.112

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	62.485.078	6.237.948	61.909.846	6.011.881
Emissioner i året	7.645.234	725.606	28.724.376	2.973.216
Indløsninger i året	÷37.333.603	÷3.792.823	÷28.149.144	÷2.774.505
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		13.137		18.005
Overførsel af periodens resultat		242.293		889.464
Overført til udlodning næste år		÷426.840		÷880.112
I alt medlemmernes formue	32.796.709	2.999.319	62.485.078	6.237.948

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	94,4	93,8
§144a - Nyemitterede	0,4	0,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	÷0,1
I alt finansielle instrumenter	95,1	93,7
Øvrige aktiver og passiver	4,9	6,3
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

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 Obligationer Lokal Valuta – Akk., klasse DKK
- Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK
- Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	120.150	83.168	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	8	9	Indestående i depotselskab	42.926	149.119
I alt renter og udbytter	120.142	83.159	I alt likvide midler	42.926	149.119
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷157.320	÷93.921	Not. obl. fra udl. udstedere	1.428.204	2.643.402
Afledte finansielle instr.	÷101.227	÷139.352	Unoterede obligationer	2.168	31.206
Valutakonti	71.473	72.847	I alt obligationer	1.430.372	2.674.608
Øvrige aktiver/passiver	÷434	607	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷251	÷356	Unot. afl. finansielle instr.	10.839	44.284
I alt kursgevinster og -tab	÷187.760	÷160.174	I alt afledte finansielle instr.	10.839	44.284
I alt indtægter	÷67.618	÷77.015	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	24.533	17.202	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	28.824	49.021
Resultat før skat	÷92.151	÷94.217	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.672	251
6 Skat	1.172	271	I alt andre aktiver	31.496	49.272
Årets nettoresultat	÷93.323	÷94.488	Aktiver i alt	1.515.633	2.917.283
Overskudsdisponering			Passiver		
Overført til formuen	÷93.323	÷94.488	7 Medlemmernes formue	1.500.352	2.826.118
I alt disponeret	÷93.323	÷94.488	Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	13.543	83.731
			I alt afledte finansielle instr.	13.543	83.731
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	94	1.538
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.644	5.896
			I alt anden gæld	1.738	7.434
			Passiver i alt	1.515.633	2.917.283

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷33.170	÷94.488	÷93.323
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,81	0,74	0,59
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	156.137	2.826.118	1.500.352

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	188	105
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	119.126	82.383
Unoterede obligationer	521	700
Andre renteindtægter	315	+20
I alt renteindtægter	120.150	83.168

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	8	9
I alt renteudgifter	8	9

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+157.840	+95.095
Unoterede obligationer	520	1.174
Terminforretninger/futures m.m.	+101.227	+139.352
Valutakonti	71.473	72.847
Øvrige aktiver/passiver	+434	607
Handelsomkostninger	+251	+356
I alt kursgevinster og -tab	+187.760	+160.174

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+607	+767
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	357	410
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+251	+356

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	42	5
Managementhonorar	21.226	0	14.695	0
Fast administrationshonorar	3.307	0	2.459	0
I alt opdeltede adm.omk.	24.533	0	17.197	5
I alt adm.omkostninger		24.533		17.202

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.172	271
I alt skat	1.172	271

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		2.826.118		156.137
Emissioner i året		1.204.331		2.869.446
Indløsninger i året		+2.447.309		+113.504
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		10.536		8.528
Overførsel af periodens resultat		+93.323		+94.488
I alt medlemmernes formue		1.500.352		2.826.118

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,3	91,2
§144a - Nyemitterede	2,9	2,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	+0,3
I alt finansielle instrumenter	95,2	93,2
Øvrige aktiver og passiver	4,8	6,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 8,65 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt med 7,91 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke ind-

friet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer blev udvidet. Udvidelsen var drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Andelsklassen gav et negativt afkast i 2015. Brasilien, Sydafrika og Colombia gav de dårligste afkast, mens Nigeria, Rusland og Filippinerne gav de bedste afkast. Svage valutaer var et gennemgående tema i hele 2015 for de nye markeder, og alle valutaer fra de nye markeder i benchmark gav negative afkast i forhold til USD og blandede afkast i forhold til EUR. De svage valutaer har endnu ikke ført til stærk konkurrenceevne på eksportmarkederne, hvilket delvist skyldes den økonomiske opbremsning i Kina. Olieprisen er fortsat faldende, hvilket har undertrykt noget af inflationspresset i de lande, som er nettoimportører af olie. Da renteforhøjelsen fra den amerikanske centralbank, Fed, var forventet igennem det meste af 2015, var virkningen i vid udstrækning allerede indregnet. Fokus vil nu blive rettet mod, hvor hurtigt Fed vil gå frem oven på den første renteforhøjelse i december.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,74 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Inden for valutavalg trak overvægten af den mexicanske peso og undervægten i russiske rubler ned i andelsklassens afkast. Omvendt var der positive bidrag fra undervægten af indonesiske rupiah og thailandske bhat. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak andelsklassens overvægt af brasilianske obligationer, herunder inflationsindekserede obligationer, samt positioner i indonesiske obligationer ned i afkastet. Andelsklassens undervægt af tyrkiske obligationer udstedt i lokal valuta bidrog positivt.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2016

Olieprisen fortsatte sit fald i andet halvår 2015, hvilket ikke mindst skyldtes OPEC undlod at skære i olieproduktionen, og det har været en afgørende faktor for de store fald på råva-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2013
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in EUR
Fondskode: DK0060485522
Porteføljerådgiver: Goldman Sachs Asset Management International

Varigheder

0-1 år	10,5%
1-3 år	20,7%
3-5 år	24,5%
5-10 år	39,5%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

remarkedet. Vi har forsøgt at finde forskydninger i forhold til de faldende priser med overvægt i visse olieimporterende lande som f.eks. Den Dominikanske Republik. En potentiel vending i olieprisen udgør en risiko for nettoimportørerne, men vil omvendt gavne nettoeksportører af olie som f.eks. Colombia og Rusland. Andelsklassen har en overvægt inden for russiske obligationer udstedt i lokal valuta på baggrund af svækkelsen af rublen, som bør opveje noget af virkningen af de lave råvarepriser.

Andelsklassen har undervægt i valutaer med eksponering mod svagere efterspørgsel fra Kina, herunder indonesiske rupiah og malaysiske ringgit. Andelsklassen har overvægt i perifere europæiske valutaer som f.eks. polske zloty, som vi forventer vil nyde godt af handelsrelationer med Europa i lyset af de aktuelle kvantitative pengepolitiske lempelser og deres grundlæggende sunde betalingsbalancer. Risikoen i denne forbindelse er, hvis Europas kernelande klarer sig bedre end periferilandene, og hvis de pengepolitiske lempelser reduceres. Andelsklassens største valutaposition er i mexicanske pesos som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, hvor vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne investering.

Andelsklassens største risici er en undervægt af obligationer udstedt i Malaysia i lokal valuta, som kan trække ned i afkastet, hvis en stigende oliepris fører til kursstigninger på disse papirer, samt en overvægt af colombianske obligationer, hvor vi vurderer, at pesoen har rettet sig tilstrækkeligt til at opveje den lavere oliepris. Generelt vurderer vi, at Colombia har et stærkt politisk grundlag og den fornødne fleksibilitet til at reagere på modgang for at sikre økonomisk og finansiel stabilitet.

Forventninger til markedet samt strategi

Oven på det generelt negative afkast på lokale obligationer fra de nye markeder i 2015 står de nye markeder nu over for en række udfordringer. Lokale obligationer fra de nye markeder er kommet under pres af det yderligere fald i råvarepriserne, Kinas urolige aktiemarked og svækkelsen af renminbien, en fortsat stærk USD og svage valutaer i de nye markeder samt idiosynkratiske faktorer med indvirkning på enkeltlande.

De faldende råvarepriser tynger fortsat den samlede inflation i de nye markeder. Resultatet er en stigning i realrenterne, som fører til strammere finansieringsforhold selv i Sydøstasien, som længe har haft en af de laveste – og endda negative – realrenter i de nye markeder. Disse lande har svært ved at lempe pengepolitikken yderligere for at sætte gang i den økonomiske vækst og undgå deflation.

Andelsklassen har fokus på specifikke lande blandt de nye markeder for at identificere lande, som fortsat har en skæv prissætning. Andelsklassen har en overvægt af brasilianske obligationer udstedt i lokal valuta. Der er behov for yderligere reformer og fortsatte politiske risici forbundet med Brasilien. I Tyrkiet har andelsklassen en undervægt af obligationer udstedt i lokal valuta og har en kort position i tyrkiske lira som følge af høj inflation og underskud på landets betalingsbalance.

Mexico er fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Andelsklassen har derfor en overvægt i mexicanske peso, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover.

Andelsklassen har en undervægt i malaysiske ringgit som følge af landets tætte samhandelsrelationer med Kina, hvor vi fortsat er skeptiske omkring de makroøkonomiske udsigter og særligt landets vækstudsigter og kapitaludstrømning. De seneste nøgletal tyder på sløj efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	÷12,60	3,04	÷8,65
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	÷11,87	3,14	÷7,91
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	8,74	9,01	8,23
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	÷33.170	÷45.676	18.653
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,13	1,14	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	156.137	1.258.208	78.735
Antal andele	-	-	2.394.707	18.763.809	1.282.540
Stykstørrelse i EUR	-	-	10	10	10

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	76.538	÷393
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷52.669	÷37.984
Administrationsomkostninger	5.216	7.299
Klassens resultat	18.653	÷45.676
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.258.208	156.137
Emissioner i året	281.364	1.256.573
Indløsninger i året	÷1.485.145	÷113.458
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	5.655	4.633
Overførsel af periodens resultat	18.653	÷45.676
Medlemmernes formue ultimo	78.735	1.258.208
Antal andele		
Andele primo året	18.763.809	2.394.707
Emissioner i året	4.286.366	18.059.616
Indløsninger i året	÷21.767.635	÷1.690.514
Andele ultimo året	1.282.540	18.763.809

Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, og ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen, som blev introduceret den 21. januar 2015, gav et negativt afkast på 2,45 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 5,52 pct. målt i NOK. Andelsklassens afvigelse fra dets benchmark skyldtes markedsmæssige udfordringer

i forbindelse med opstart af andelsklassen i et meget uroligt marked. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer blev udvidet drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Andelsklassen gav et negativt afkast i 2015. Brasilien, Sydafrika og Colombia gav de dårligste afkast, mens Nigeria, Rusland og Filippinerne gav de bedste afkast. Svage valutaer var et gennemgående tema i hele 2015 for de nye markeder, og alle valutaer fra de nye markeder i benchmark gav negative afkast i forhold til USD og blandede afkast i forhold til EUR. De svage valutaer har endnu ikke ført til stærk konkurrenceevne på eksportmarkederne, hvilket delvist skyldes den økonomiske opbremsning i Kina. Olieprisen er fortsat nedad, hvilket har undertrykt noget af inflationspresset i de lande, som er nettoimportører af olie. Da renteforhøjelsen fra den amerikanske centralbank, Fed, var forventet igennem det meste af 2015, var virkningen i vid udstrækning allerede indregnet. Fokus vil nu blive rettet mod, hvor hurtigt Fed vil gå frem oven på den første renteforhøjelse i december.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,07 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassens afvigelse fra dets benchmark skyldtes markedsmæssige udfordringer i forbindelse med opsart af andelsklassen i et meget uroligt marked. Inden for valutavalg trak overvægten af den mexicanske peso og en kort position i russiske rubler ned i andelsklassens afkast. Undervægtspositioner i den malaysiske ringgit og korte positioner i den brasilianske real bidrog imidlertid positivt til afkastet. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak andelsklassens overvægt af brasilianske obligationer, herunder inflationsindekserede obligationer, samt positioner i indonesiske obligationer ned i resultatet. Andelsklassens undervægt af tyrkiske obligationer udstedt i lokal valuta bidrog positivt.

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
Porteføljeradgiver: Goldman Sachs Asset Management International

Varigheder

0-1 år	10,5%
1-3 år	20,7%
3-5 år	24,5%
5-10 år	39,5%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Olieprisen fortsatte sit fald i andet halvår 2015, hvilket ikke mindst skyldtes OPEC undlod at skære i olieproduktionen, og det har været en afgørende faktor for de store fald på råvaremarkedet. Vi har forsøgt at finde forskydninger i forhold til de faldende priser med overvægt i visse olieimporterende lande som f.eks. Den Dominikanske Republik. En potentiel vending i olieprisen udgør en risiko for nettoimportørerne, men vil omvendt gavne nettoeksportører af olie som f.eks. Colombia og Rusland. Andelsklassen har en overvægt inden for russiske obligationer udstedt i lokal valuta på baggrund af svækkelsen af rublen, som bør opveje noget af virkningen af de lave råvarepriser.

Andelsklassen har undervægt i valutaer med eksponering mod svagere efterspørgsel fra Kina, herunder indonesiske rupiah og malaysiske ringgit. Andelsklassen har overvægt i perifere europæiske valutaer som f.eks. polske zloty, som vi forventer vil nyde godt af handelsrelationer med Europa i lyset af de aktuelle kvantitative pengepolitiske lempelser og deres grundlæggende sunde betalingsbalancer. Risikoen i denne forbindelse er, hvis Europas kernelande klarer sig bedre end periferilandene, og hvis de pengepolitiske lempelser reduceres. Andelsklassens største valutaposition er i mexicanske pesos som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, hvor vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne investering.

Andelsklassens største risici er en undervægt af obligationer udstedt i Malaysia i lokal valuta, som kan trække ned i afkastet, hvis en stigende oliepris fører til kursstigninger på disse papirer, samt en overvægt af colombianske obligationer, hvor vi vurderer, at pesoen har rettet sig tilstrækkeligt til at opveje den lavere oliepris. Generelt vurderer vi, at Colombia har et stærkt politisk grundlag og den fornødne fleksibilitet til at reagere på modgang for at sikre økonomisk og finansiell stabilitet.

Forventning til markedet samt strategi

Oven på det generelt negative afkast på lokale obligationer fra de nye markeder i 2015 står de nye markeder nu over for en række udfordringer. Lokale obligationer fra de nye markeder er kommet under pres af det yderligere fald i

råvarepriserne, Kinas urolige aktiemarked og svækkelsen af renminbien, en fortsat stærk USD og svage valutaer i de nye markeder samt idiosynkratiske faktorer med indvirkning på enkeltlande.

De faldende råvarepriser tynger fortsat den samlede inflation i de nye markeder. Resultatet er en stigning i realrenterne, som fører til strammere finansieringsforhold selv i Sydøstasien, som længe har haft en af de laveste – og endda negative – realrenter i de nye markeder. Disse lande har svært ved at lempe pengepolitikken yderligere for at sætte gang i den økonomiske vækst og undgå deflation.

Andelsklassen har fokus på specifikke lande blandt de nye markeder for at identificere lande, som fortsat har en skæv prissætning. Andelsklassen har en overvægt af brasilianske obligationer udstedt i lokal valuta. Der er behov for yderligere reformer og fortsatte politiske risici forbundet med Brasilien. I Tyrkiet har andelsklassen en undervægt af obligationer udstedt i lokal valuta og har en kort position i tyrkiske lira som følge af høj inflation og underskud på landets betalingsbalance.

Mexico er fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Andelsklassen har derfor en overvægt i mexicanske peso, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover.

Andelsklassen har en undervægt i malaysiske ringgit som følge af landets tætte samhandelsrelationer med Kina, hvor vi fortsat er skeptiske omkring de makroøkonomiske udsigter og særligt landets vækstudsigter og kapitaludstrømning. De seneste nøgletal tyder på sløj efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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 spesifikke for den enkelte andelsklasse.

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷2,45
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷5,52
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	97,55
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷1.959
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	50.791
Antal andele	-	-	-	-	670.850
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	21.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.017
Klassenspecifikke transaktioner:	
Terminforretninger	÷572
Administrationsomkostninger	369
Klassens resultat	÷1.959
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	90.771
Indløsninger i året	÷38.361
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	340
Overførsel af periodens resultat	÷1.959
Medlemmernes formue ultimo	50.791
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	1.111.823
Indløsninger i året	÷440.973
Andele ultimo året	670.850

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akk., klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, og ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

B: Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 8,07 pct., mens benchmark faldt 8,13 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkur-

renter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer blev udvidet. Udvidelsen var drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Andelsklassen gav et negativt afkast i 2015. Brasilien, Sydafrika og Colombia gav de dårligste afkast, mens Nigeria, Rusland og Filippinerne gav de bedste afkast. Svage valutaer var et gennemgående tema i hele 2015 for de nye markeder, og alle valutaer fra de nye markeder i benchmark gav negative afkast i forhold til USD og blandede afkast i forhold til EUR. De svage valutaer har endnu ikke ført til stærk konkurrenceevne på eksportmarkederne, hvilket delvist skyldes den økonomiske opbremsning i Kina. Olieprisen er fortsat faldende, hvilket har undertrykt noget af inflationspresset i de lande, som er nettoimportører af olie. Da renteforhøjelsen fra den amerikanske centralbank, Fed, var forventet igennem det meste af 2015, var virkningen i vid udstrækning allerede indregnet. Fokus vil nu blive rettet mod, hvor hurtigt Fed vil gå frem oven på den første renteforhøjelse i december.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,06 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Inden for valutavalg trak overvægten af den mexicanske peso og undervægten i russiske rubler ned i andelsklassens afkast. Omvendt var der positive bidrag fra undervægten af indonesiske rupiah og thailandske bhat. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak andelsklassens overvægt af brasilianske obligationer, herunder inflationsindekserede obligationer, samt positioner i indonesiske obligationer ned i afkastet. Andelsklassens undervægt af tyrkiske obligationer udstedt i lokal valuta bidrog positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Olieprisen fortsatte sit fald i andet halvår 2015, hvilket ikke mindst skyldtes OPEC undlod at skære i olieproduktionen, og

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: April 2014
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in DKK
Fondskode: DK0060548899
Porteføljegrådgiver: Goldman Sachs Asset Management International

Varigheder

0-1 år	10,5%
1-3 år	20,7%
3-5 år	24,5%
5-10 år	39,5%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akk., klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

det har været en afgørende faktor for de store fald på råvaremarkedet. Vi har forsøgt at finde forskydninger i forhold til de faldende priser med overvægt i visse olieimporterende lande som f.eks. Den Dominikanske Republik. En potentiel vending i olieprisen udgør en risiko for nettoimportørerne, men vil omvendt gavne nettoeksportører af olie som f.eks. Colombia og Rusland. Andelsklassen har en overvægt inden for russiske obligationer udstedt i lokal valuta på baggrund af svækkelsen af rublen, som bør opveje noget af virkningen af de lave råvarepriser.

Andelsklassen har undervægt i valutaer med eksponering mod svagere efterspørgsel fra Kina, herunder indonesiske rupiah og malaysiske ringgit. Andelsklassen har overvægt i perifere europæiske valutaer som f.eks. polske zloty, som vi forventer vil nyde godt af handelsrelationer med Europa i lyset af de aktuelle kvantitative pengepolitiske lempelser og deres grundlæggende sunde betalingsbalancer. Risikoen i denne forbindelse er, hvis Europas kernelande klarer sig bedre end periferilandene, og hvis de pengepolitiske lempelser reduceres. Andelsklassens største valutaposition er i mexicanske pesos som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, hvor vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne investering.

Andelsklassens største risici er en undervægt af obligationer udstedt i Malaysia i lokal valuta, som kan trække ned i afkastet, hvis en stigende oliepris fører til kursstigninger på disse papirer, samt en overvægt af colombianske obligationer, hvor vi vurderer, at pesoen har rettet sig tilstrækkeligt til at opveje den lavere oliepris. Generelt vurderer vi, at Colombia har et stærkt politisk grundlag og den fornødne fleksibilitet til at reagere på modgang for at sikre økonomisk og finansiel stabilitet.

Forventning til markedet samt strategi

Oven på det generelt negative afkast på lokale obligationer fra de nye markeder i 2015 står de nye markeder nu over for en række udfordringer. Lokale obligationer fra de nye markeder er kommet under pres af det yderligere fald i råvarepriserne, Kinas urolige aktiemarked og svækkelsen af renminbien, en fortsat stærk USD og svage valutaer i de nye markeder samt idiosynkratiske faktorer med indvirkning på enkeltlande.

De faldende råvarepriser tynger fortsat den samlede inflation i de nye markeder. Resultatet er en stigning i realrenterne, som fører til strammere finansieringsforhold selv i Sydøstasien, som længe har haft en af de laveste - og endda negative - realrenter i de nye markeder. Disse lande har svært ved at lempe pengepolitikken yderligere for at sætte gang i den økonomiske vækst og undgå deflation.

Andelsklassen har fokus på specifikke lande blandt de nye markeder for at identificere lande, som fortsat har en skæv prissætning. Andelsklassen har en overvægt af brasilianske obligationer udstedt i lokal valuta. Der er behov for yderligere reformer og fortsatte politiske risici forbundet med Brasilien. I Tyrkiet har andelsklassen en undervægt af obligationer udstedt i lokal valuta og har en kort position i tyrkiske lira som følge af høj inflation og underskud på landets betalingsbalance.

Mexico er fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Andelsklassen har derfor en overvægt i mexicanske peso, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover.

Andelsklassen har en undervægt i malaysiske ringgit som følge af landets tætte samhandelsrelationer med Kina, hvor vi fortsat er skeptiske omkring de makroøkonomiske udsigter og særligt landets vækstudsigter og kapitaludstrømning. De seneste nøgletal tyder på sløj efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akk., klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

Nøgletal	-	-	-	2014	2015
Afkast (pct.)*	-	-	-	÷0,52	÷8,07
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	0,37	÷8,13
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	99,48	91,26
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷48.812	÷62.552
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,09	1,14
ÅOP	-	-	-	1,36	1,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	1.567.910	1.019.787
Antal andele	-	-	-	15.761.918	11.174.034
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	8.4.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷7.949	19.066
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforsretninger	÷39.683	÷57.990
Administrationsomkostninger	14.920	9.888
Klassens resultat	÷62.552	÷48.812
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.567.910	0
Emissioner i året	426.504	1.612.873
Indløsninger i året	÷916.270	÷46
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.195	3.895
Overførsel af periodens resultat	÷62.552	÷48.812
Medlemmernes formue ultimo	1.019.787	1.567.910
Antal andele		
Andele primo året	15.761.918	0
Emissioner i året	4.235.452	15.762.381
Indløsninger i året	÷8.823.336	÷463
Andele ultimo året	11.174.034	15.761.918

Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, og ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen, som blev introduceret den 21. januar 2015, gav et negativt afkast på 14,86 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt 15,35 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andels-

klassen har ikke indfriet vores forventning om pænt positivt afkast, da merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer blev udvidet drevet af den faldende oliepris, skuffende økonomisk vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland og bekymring for vækstudsigterne i Kina.

Markedet

Andelsklassen gav et negativt afkast i 2015. Brasilien, Sydafrika og Colombia gav de dårligste afkast, mens Nigeria, Rusland og Filippinerne gav de bedste afkast. Svage valutaer var et gennemgående tema i hele 2015 for de nye markeder, og alle valutaer fra de nye markeder i benchmark gav negative afkast i forhold til USD og blandede afkast i forhold til EUR. De svage valutaer har endnu ikke ført til stærk konkurrenceevne på eksportmarkederne, hvilket delvist skyldes den økonomiske opbremsning i Kina. Olieprisen er fortsat nedad, hvilket har undertrykt noget af inflationspresset i de lande, som er nettoimportører af olie. Da renteforhøjelsen fra den amerikanske centralbank, Fed, var forventet igennem det meste af 2015, var virkningen i vid udstrækning allerede indregnet. Fokus vil nu blive rettet mod, hvor hurtigt Fed vil gå frem oven på den første renteforhøjelse i december.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,49 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Inden for valutavalg trak overvægten af den mexicanske peso og undervægten i russiske rubler ned i andelsklassens afkast. Undervægtspositioner i den malaysiske ringgit og i den brasilianske real bidrog imidlertid positivt til afkastet. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak andelsklassens overvægt af brasilianske obligationer, herunder inflationsindekserede obligationer, samt positioner i indonesiske obligationer ned i afkastet. Andelsklassens undervægt af tyrkiske obligationer udstedt i lokal valuta bidrog positivt.

Olieprisen fortsatte sit fald i andet halvår 2015, hvilket ikke mindst skyldtes OPEC undlod at skære i olieproduktionen, og det har været en afgørende faktor for de store fald på råvaremarkedet. Vi har forsøgt at finde forskydninger i forhold til

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
Porteføljeradgiver: Goldman Sachs Asset Management International

Varigheder

0-1 år	10,5%
1-3 år	20,7%
3-5 år	24,5%
5-10 år	39,5%
Over 10 år	2,0%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

de faldende priser med overvægt i visse olieimporterende lande som f.eks. Den Dominikanske Republik. En potentiel vending i olieprisen udgør en risiko for nettoimportørerne, men vil omvendt gavne nettoeksportører af olie som f.eks. Colombia og Rusland. Andelsklassen har en overvægt inden for russiske obligationer udstedt i lokal valuta på baggrund af svækkelsen af rublen, som bør opveje noget af virkningen af de lave råvarepriser.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Andelsklassen har undervægt i valutaer med eksponering mod svagere efterspørgsel fra Kina, herunder indonesiske rupiah og malaysiske ringgit. Andelsklassen har overvægt i perifere europæiske valutaer som f.eks. polske zloty, som vi forventer vil nyde godt af handelsrelationer med Europa i lyset af de aktuelle kvantitative pengepolitiske lempelser og deres grundlæggende sunde betalingsbalancer. Risikoen i denne forbindelse er, hvis Europas kernelande klarer sig bedre end periferilandene, og hvis de pengepolitiske lempelser reduceres. Andelsklassens største valutaposition er i mexicanske pesos som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, hvor vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne investering.

Andelsklassens største risici er en undervægt af obligationer udstedt i Malaysia i lokal valuta, som kan trække ned i afkastet, hvis en stigende oliepris fører til kursstigninger på disse papirer, samt en overvægt af colombianske obligationer, hvor vi vurderer, at pesoen har rettet sig tilstrækkeligt til at opveje den lavere oliepris. Generelt vurderer vi, at Colombia har et stærkt politisk grundlag og den fornødne fleksibilitet til at reagere på modgang for at sikre økonomisk og finansiell stabilitet.

Forventninger til markedet samt strategi

Oven på det generelt negative afkast på lokale obligationer fra de nye markeder i 2015 står de nye markeder nu over for en række udfordringer. Lokale obligationer fra de nye markeder er kommet under pres af det yderligere fald i råvarepriserne, Kinas urolige aktiemarked og svækkelsen af renminbien, en fortsat stærk USD og svage valutaer i de nye markeder samt idiosynkratiske faktorer med indvirkning på enkeltlande.

De faldende råvarepriser tynger fortsat den samlede inflation i de nye markeder. Resultatet er en stigning i realrenterne, som fører til strammere finansieringsforhold selv i Sydøstasien, som længe har haft en af de laveste - og endda negative - realrenter i de nye markeder. Disse lande har svært ved at lempe pengepolitikken yderligere for at sætte gang i den økonomiske vækst og undgå deflation.

Andelsklassen har fokus på specifikke lande blandt de nye markeder for at identificere lande, som fortsat har en skæv prissætning. Andelsklassen har en overvægt af brasilianske obligationer udstedt i lokal valuta. Der er behov for yderligere reformer og fortsatte politiske risici forbundet med Brasilien. I Tyrkiet har andelsklassen en undervægt af obligationer udstedt i lokal valuta og har en kort position i tyrkiske lira som følge af høj inflation og underskud på landets betalingsbalance.

Mexico er fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Andelsklassen har derfor en overvægt i mexicanske peso, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover.

Andelsklassen har en undervægt i malaysiske ringgit som følge af landets tætte samhandelsrelationer med Kina, hvor vi fortsat er skeptiske omkring de makroøkonomiske udsigter og særligt landets vækstudsigter og kapitaludstrømning. De seneste nøgletal tyder på sløj efterspørgsel og fortsat nedadgående pres på inflationen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt, afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	÷ 14,86
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	÷ 15,35
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	-	85,14
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷ 47.465
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	351.039
Antal andele	-	-	-	-	5.060.078
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	21.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷ 38.986
Klassespecifikke transaktioner:	
Terminforretninger	÷ 4.452
Administrationsomkostninger	4.027
Klassens resultat	÷ 47.465
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	405.692
Indløsninger i året	÷ 7.533
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	345
Overførsel af periodens resultat	÷ 47.465
Medlemmernes formue ultimo	351.039
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	5.162.539
Indløsninger i året	÷ 102.461
Andele ultimo året	5.060.078

Nye Markeder Small Cap

Investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 5,89 pct., mens benchmark steg 3,99 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af landeallokeringen.

Markedet

Investorenes tillid til de nye markeder viste særligt store udsving i 2015. Aktierne var indledningsvist relativt robuste, og bølgen af globale pengepolitiske lempelser medførte endda kursstigninger i første kvartal af 2015. Investorerne blev dog efterfølgende afskrækket af forskellige faktorer; herunder de styrtdykkende råvarepriser, den langstrakte finanskrisen i Grækenland og fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede renteudmeldinger. Tilliden vendte imidlertid tilbage mod slutningen af året og løftede kortsigtet de nye markeder, men ikke mindst som følge af udsigten til yderligere pengepolitiske lempelser i Europa og Kina. Den længe ventede renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank i december fik ikke den store effekt, men eliminerede dog noget af den usikkerhed, der havde plaget de nye markeder.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 9,88 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, hvilket primært skyldtes et negativt bidrag fra landeallokering.

Afdelingens overvægt af Brasilien trak ned i det relative resultat, idet mindre selskaber især var tyngt af landets fortsatte økonomiske nedgang. Særligt vores investeringer i Arezzo, Iguatemi og Totvs oplevede kursfald. Den svækkede brasilianske real forværrede det dårlige afkast målt i USD. Undervægten af både Sydkorea og Kina trak også markant ned i resultatet, da Sydkorea viste sig som et relativt robust marked takket være en forholdsmæssige lav volatilitet understøttet af en solid betalingsbalance og af lokale investorer, der foretrækker markedets små selskaber. Der var stigninger i

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2007
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060080380
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Indien	12,3%
Brasilien	11,8%
Indonesien	9,3%
Sydafrika	7,3%
Malaysia	7,2%
Øvrige inkl. likvide	52,1%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,02
Standardafvigelse	14,68
Tracking error	8,04
Information Ratio	-0,62
Sharpe Ratio (benchm.)	0,32
Standardafvigelse (benchm.)	14,51
Active share	98,21

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Nye Markeder Small Cap

Kinas small cap-indeks ved udsigten til yderligere økonomiske lempelser, men indekset faldt i sensommeren sammen med de større kinesiske aktier.

Der var et stort bidrag fra afdelingens eksponering uden for benchmark mod Hviderusland via It-selskabet EPAM. EPAM rider på en bølge af gode resultater og gode indtjeningsforventninger. Derudover fik den mexicanske lufthavnsoperatør OMAS stigende trafiktal også en god modtagelse, mens dagligvareproducenten Godrej Consumer Products nød godt af stigende omsætning og marginer. Polske Eurocash, som driver detailbutikker, oplevede kursstigninger som følge af øget likviditet og forventninger om aftagende deflationspres.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere og mere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Det vil især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde så vil stige målt i lokal valuta. Afdelingen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er afdelingens største absolute positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korruptionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår. I Indien tabte regeringspartiet delstatsvalget i Bihar, hvilket skabte usikkerhed om partiets evne til at gennemføre tiltrængte reformer. Partiet synes imidlertid at holde sig til sin dagsorden, og premierminister Modis offentliggjorde omfattende ændringer af reglerne for udenlandske investeringer og optrappede indsatsen for at sikre godkendelse af en national afgift på varer og tjenesteydelser.

Forventning til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse i december 2015 og understregede samtidig,

at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Generelt er de nye markeder nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutaeserver.

Small cap-aktier fra de nye markeder står imidlertid foran en række udfordringer i 2016. En af udfordringerne er opbremsningen i Kina, som er i gang med omstille sin eksport- og investeringsdrevne økonomi til en mere holdbar model med forbrug og tjenesteydelser som de primære vækstsøjler. Selvom omstillingen bydes velkommen, vil man ikke kunne undgå en følgevirkning på råvarepriserne. De udviklingslande, som udnyttede de gode år til at styrke deres betalingsbalancer og øge produktiviteten, står nu bedre rustet til at tilpasse sig 'new normal' med et lavere samhandels- og investeringsniveau.

På denne baggrund ser vi fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale for de mindre selskaber i de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekurserne over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdiansat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber – især uden for råvaresektoren – arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Nye Markeder Small Cap

Resultatopgørelse		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	84	47
2 Renteudgifter	128	1
3 Udbytter	36.956	52.311
I alt renter og udbytter	36.912	52.358
4 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	378	30
Kapitalandele	÷8.590	217.159
Valutakonti	2.974	2.711
Øvrige aktiver/passiver	÷70	92
5 Handelsomkostninger	0	÷353
I alt kursgevinster og -tab	÷5.308	219.638
I alt indtægter	31.604	271.996
6 Administrationsomkostninger	22.479	30.554
Resultat før skat	9.125	241.443
7 Skat	3.083	3.850
Årets nettoresultat	6.042	237.593
Overskudsdisponering		
Foreslået udlodning	198.790	78.411
Overført til udlodning næste år	33	272
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	198.823	78.683
Overført til formuen	÷192.781	158.910
I alt disponeret	6.042	237.593

Balance		
	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	6.414	21.458
I alt likvide midler	6.414	21.458
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	824.732	2.049.126
I alt kapitalandele	824.732	2.049.126
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.400	2.463
Mellemvær. vedr. handelsafv.	75	157
I alt andre aktiver	1.475	2.620
Aktiver i alt	832.621	2.073.203
Passiver		
9 Medlemmernes formue	831.853	2.071.704
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	66	1.500
Mellemvær. vedr. handelsafv.	703	0
I alt anden gæld	768	1.500
Passiver i alt	832.621	2.073.203

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷13,01	35,42	÷7,13	13,60	÷5,89
Benchmarkafkast (pct.)	÷24,95	20,80	÷3,33	14,81	3,99
Indre værdi (DKK pr. andel)	133,35	176,03	156,27	166,45	151,48
Nettoresultat (t.DKK)	÷172.057	377.399	÷160.774	237.593	6.042
Udbytte (DKK pr. andel)	4,00	8,25	9,80	6,30	36,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,60	1,59	1,60	1,66
ÅOP	2,14	2,07	2,03	2,02	2,00
Omsætningshastighed (antal gange)	0,02	0,03	0,02	0,01	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.047.379	1.623.478	1.753.230	2.071.704	831.853
Antal andele	7.854.193	9.222.892	11.219.442	12.446.236	5.491.427
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Nye Markeder Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	81	40
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3	0
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	0	7
I alt renteindtægter	84	47

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	128	1
I alt renteudgifter	128	1

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	36.956	52.311
I alt udbytter	36.956	52.311

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	378	0
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	0	30
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷8.590	217.159
Valutakonti	2.974	2.711
Øvrige aktiver/passiver	÷70	92
Handelsomkostninger	0	÷353
I alt kursgevinster og -tab	÷5.308	219.638

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷4.863	÷1.420
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4.863	1.067
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	÷353

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	217	0	336	59
Managementhonorar	20.368	0	27.693	0
Fast administrationshonorar	1.894	0	2.467	0
I alt opdelte adm.omk.	22.479	0	30.495	59
I alt adm.omkostninger		22.479		30.554

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.083	3.850
I alt skat	3.083	3.850

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015	2014
---	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	36.912	52.358
Ikke refunderbar udbytteskat	÷3.083	÷3.850
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	128	0
Kursgevinst til udlodning	317.545	55.029
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷137.517	6.458
Udlodning overført fra sidste år	272	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	214.258	109.995
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	22.479	30.554
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	7.044	÷758
I alt til rådighed for udlodning, netto	198.823	78.683

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
-----------------------------	------	------

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	12.446.236	2.071.704	11.219.442	1.753.230
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷78.411		÷109.951
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		27.523		2.005
Emissioner i året	777.242	141.946	1.854.476	283.892
Indløsninger i året	÷7.732.051	÷1.342.989	÷627.682	÷96.870
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		6.038		1.805
Foreslået udlodning		198.790		78.411
Overførsel af periodens resultat		÷192.781		158.910
Overført til udlodning næste år		33		272
I alt medlemmernes formue	5.491.427	831.853	12.446.236	2.071.704

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

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

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Nye Markeder 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 investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Emerging Marketes Small Cap, klasse NOK
- Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
26.3.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 DKK		1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	4	Likvide midler:	
2 Renteudgifter	5	Indestående i depotselskab	525
3 Udbytter	1.082	I alt likvide midler	525
I alt renter og udbytter	1.081	Kapitalandele:	
4 Kursgevinster og -tab:		Not. aktier fra udl. selskaber	54.785
Kapitalandele	÷9.174	I alt kapitalandele	54.785
Valutakonti	÷211	Andre aktiver:	
Øvrige aktiver/passiver	1	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	106
5 Handelsomkostninger	÷214	Mellemvær. vedr. handelsafv.	35
I alt kursgevinster og -tab	÷9.598	I alt andre aktiver	140
I alt indtægter	÷8.518	Aktiver i alt	55.451
6 Administrationsomkostninger	743	Passiver	
Resultat før skat	÷9.261	8 Medlemmernes formue	55.445
7 Skat	86	Anden gæld:	
Årets nettoresultat	÷9.347	Skyldige omkostninger	5
Overskudsdisponering		I alt anden gæld	5
Overført til formuen	÷9.347	Passiver i alt	55.451
I alt disponeret	÷9.347		

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷9.347
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	55.445

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK 2015

Indestående i depotselskab 4
I alt renteindtægter 4

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK 2015

Andre renteudgifter 5
I alt renteudgifter 5

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK 2015

Noterede aktier fra udenlandske selskaber 1.082
I alt udbytter 1.082

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede aktier fra udenlandske selskaber +9.174
 Valutakonti +211
 Øvrige aktiver/passiver 1
 Handelsomkostninger +214
I alt kursgevinster og -tab +9.598

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger +413
 Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter 199
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift +214

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	5	0
Managementhonorar	654	0
Fast administrationshonorar	84	0
I alt opdelte adm.omk.	743	0
I alt adm.omkostninger		743

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK 2015

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes 86
I alt skat 86

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
--	--------------	----------------------------

Emissioner i året		69.377
Indløsninger i året		÷4.626
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		41
Overførsel af periodens resultat		÷9.347
I alt medlemmernes formue		55.445

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8
I alt finansielle instrumenter	98,8
Øvrige akiver og passiver	1,2
I alt	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i de nye markeder, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, og ellers kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 26. marts 2015, gav den et negativt afkast på 2,55 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 1,93 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af landeallokeringen.

Markedet

Investorerens tillid til de nye markeder viste særligt store udsving siden andelsklassens start. Aktierne var indledningsvist relativt robuste, og bølgen af globale pengepolitiske lempelser medførte endda kursstigninger i første kvartal af 2015. Investorerne blev dog efterfølgende afskrækket af forskellige faktorer, herunder de styrtdykkende råvarepriser, den langstrakte finanskrisen i Grækenland samt fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede rentudmeldinger. Tilliden vendte imidlertid tilbage mod slutningen af året og løftede kortsigtet de nye markeder, hvilket ikke mindst skyldtes udsigten til yderligere pengepolitiske lempelser i Europa og Kina. Den længe ventede renteforhøjelse fra Fed i december fik ikke den store effekt, men eliminerede dog noget af den usikkerhed, der havde plaget de nye markeder.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast siden lanceringen den 26. marts 2015 var 4,48 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, hvilket primært skyldtes et negativt bidrag fra landeallokering.

Overvægten af Brasilien trak ned i det relative resultat, idet mindre især selskaber var tyngt af landets fortsatte økonomiske nedgang, og der var især kursfald for vores investeringer i Arezzo, Iguatemi og TOTVS. Den svækkede brasilianske real forværrede det dårlige afkast. Undervægten af både Sydkorea og Kina trak også markant ned i resultatet, da Sydkoreas viste sig som en relativt robust økonomi takket være dets forholdsmæssige lave volatilitet og solide betalingsbalance, og de lokale investorer foretrækker markedets små selskaber.

Der var et stort bidrag fra andelsklassens eksponering uden for benchmark mod Hviderusland via It-selskabet EPAM. EPAM rider på en bølge af gode resultater og gode indtjeningsforventninger. Derudover fik den mexicanske lufthavnsoperatør OMA's stigende trafikalt også en god modtagelse, mens dagligvareproducenten Godrej Consumer Products nød godt af stigende omsætning og marginer. Polske Euro-cash, som driver detailbutikker, oplevede kursstigninger som følge af øget likviditet og forventninger om aftagende deflation.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060587012
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Indien	13,0%
Brasilien	11,8%
Indonesien	7,8%
Sydafrika	7,4%
Malaysia	7,3%
Øvrige inkl. likvide	52,7%

Nøgletal

Active share	98,21
--------------	-------

Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Andelsklassens manglende eksponering mod Taiwan bidrog yderligere til det relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere og mere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Det vil især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde så vil stige målt i lokal valuta. Andelsklassen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er andelsklassens største absolutte positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korruptionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår. I Indien tabte regeringspartiet delstatsvalget i Bihar, hvilket skabte usikkerhed om partiets evne til at gennemføre tiltrængte reformer. Partiet synes imidlertid at holde sig til sin dagsorden, og premierminister Modis offentliggjorde omfattende ændringer af reglerne for udenlandske investeringer og optrappede indsatsen for at sikre godkendelse af en national afgift på varer og tjenesteydelser.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse i december 2015 og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Generelt er de nye markeder nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutareserver.

Small cap-aktier fra de nye markeder står imidlertid foran en række udfordringer i 2016. En af udfordringerne er opbremsningen i Kina, som er i gang med omstille sin eksport- og investeringsdrevne økonomi til en mere holdbar

model med forbrug og tjenesteydelser som de primære vækststøtjeler. Selvom omstillingen bydes velkommen, vil man ikke kunne undgå en følgevirkning på råvarepriserne. De udviklingslande, som udnyttede de gode år til at styrke deres betalingsbalancer og øge produktiviteten, står nu bedre rustet til at tilpasse sig »new normal« med et lavere samfundets- og investeringsniveau.

På denne baggrund ser vi fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale for de mindre selskaber i de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekursene over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdiansat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber – især uden for råvaresektoren – arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷2,55
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	1,93
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	97,45
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷6.267
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,93
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	33.495
Antal andele	-	-	-	-	442.787
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	26.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷5.708
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	559
Klassens resultat	÷6.267
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	44.478
Indløsninger i året	÷4.626
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	÷90
Overførsel af periodens resultat	÷6.267
Medlemmernes formue ultimo	33.495
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	500.349
Indløsninger i året	÷57.562
Andele ultimo året	442.787

Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden den blev introduceret den 14. juli 2015 givet et negativt afkast på 11,87 pct., mens benchmark faldt 9,99 pct. Andelsklassens afkast var således ikke

tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser.

Markedet

Investorerens tillid til de nye markeder var begrænset siden andelsklassens blev introduceret, og det fik kursen på mindre selskaber til at falde. Investorerne blev afskrækkede af forskellige faktorer, herunder de styrtdykkende råvarepriser, den langstrakte finanskrisen i Grækenland og fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede renteudmeldinger. Tilliden vendte imidlertid tilbage mod slutningen af året og løftede kortsigtet de nye markeder, men ikke mindst som følge af udsigten til yderligere pengepolitiske lempelser i Europa og Kina. Den længe ventede renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank i december fik ikke den store effekt, men eliminerede dog noget af den usikkerhed, der havde plaget de nye markeder.

Vurdering af andelsklassens resultat

Siden andelsklassen blev introduceret var afkastet 14. juli 2015 var 1,88 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, hvilket primært skyldtes et negativt bidrag fra landeallokering.

Overvægten af Brasilien trak ned i det relative resultat, idet mindre selskaber især var tyngt af landets fortsatte økonomiske nedgang, og der var især kursfald for vores investeringer i Arezzo, Iguatemi og TOTVS. Den svækkede brasilianske real forværrede det dårlige afkast. Andelsklassens resultat var desuden yderligere tyngt af eksponeringen mod en række råvareeksporterende lande, herunder Nigeria og Peru, som har oplevet aftagende indenlandsk vækst og svækkede valutaer. Guinness Nigeria oplevede store kursfald, og det samme gjaldt for de få råvarerelaterede selskaber, som andelsklassen har investeret i, herunder Grana y Montero, der er et peruvianske infrastruktur- og mineselskab.

Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juli 2015
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060640274
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Landefordeling

Indien	13,0%
Brasilien	11,8%
Indonesien	7,8%
Sydafrika	7,4%
Malaysia	7,3%
Øvrige inkl. likvide	52,7%

Nøgletal

Active share	98,21
--------------	-------

Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Der var et stort bidrag fra andelsklassens eksponering uden for benchmark mod Hviderusland via It-selskabet EPAM. EPAM rider på en bølge af gode resultater og gode indtjeningsforventninger. Derudover fik den mexicanske lufthavnsoperatør OMA's stigende trafiktal også en god modtagelse, mens dagligvareproducenten Godrej Consumer Products nød godt af stigende omsætning og marginer. Polske Eurocash, som driver detailbutikker, oplevede kursstigninger som følge af øget likviditet og forventninger om aftagende deflationspres.

Særlige risici ved markedsudviklingen 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere og mere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Dette ville især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde så vil stige målt i lokalvaluta. Andelsklassen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er andelsklassens største absolutte positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korrupsionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår. I Indien tabte regeringspartiet delstatsvalget i Bihar, hvilket skabte usikkerhed om partiets evne til at gennemføre tiltrængte reformer. Partiet synes imidlertid at holde sig til sin dagsorden, og premierminister Modis offentliggjorde omfattende ændringer af reglerne for udenlandske investeringer og optrappede indsatsen for at sikre godkendelse af en national afgift på varer og tjenesteydelser.

Forventet markedsudvikling og strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse i december 2015 og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Generelt er de nye markeder nu bedre i stand til at håndtere stigende renter,

end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrøse sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutareserver.

Small cap-aktier fra de nye markeder står imidlertid foran en række udfordringer i 2016. En af udfordringerne er opbremsningen i Kina, som er i gang med om at stille sin eksport- og investeringsdrevne økonomi til en mere holdbar model med forbrug og tjenesteydelser som de primære vækstsøjler. Selvom omstillingen bydes velkommen, vil man ikke kunne undgå en følgevirkning på råvarepriserne. De udviklingslande, som udnyttede de gode år til at styrke deres betalingsbalancer og øge produktiviteten, står nu bedre rustet til at tilpasse sig »new normal« med et lavere handels- og investeringsniveau.

På denne baggrund ser vi fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale for de mindre selskaber i de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekurserne over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdiansat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber - især uden for råvaresektoren - arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	÷11,87
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	÷9,99
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	88,13
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷3.080
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,74
ÅOP	-	-	-	-	2,03
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	21.950
Antal andele	-	-	-	-	249.115
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	14.7.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷2.896
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	184
Klassens resultat	÷3.080
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	24.898
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	132
Overførsel af periodens resultat	÷3.080
Medlemmernes formue ultimo	21.950
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	249.115
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	249.115

Teknologi

Investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i denne type af aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risikovillig kapital, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 16,08 pct., mens benchmark steg 22,70 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt

faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Usikkerhed omkring globale makroøkonomiske og politiske forhold gjorde investorerne mere forsigtige, og den faldende risikovillighed i årets sidste halvdel gik hårdest ud over højvækstaktier og aktier med høje værdiansættelser. Investorerne omlagde deres porteføljer til mere stabile aktier, hvilket særligt kom de større selskaber til gode. Mens uroen på det brede marked steg, var markedsindeksene i højere grad end sædvanligt drevet af et begrænset antal aktier. Benchmarkindeksets afkast var således drevet af fem aktier - Amazon, Microsoft, Google, Facebook og Netflix.

Den amerikanske økonomi viste sig så robust, at den amerikanske centralbank besluttede sig for en moderat forhøjelse af den korte rente. Denne beslutning markerede afslutningen på den hidtil længste periode med en rente tæt på nul og stod i stærk modsætning til nye pengepolitiske lempelser i Europa og Asien. Til trods for usikkerhed i forhold til den pengepolitiske divergens mellem USA og resten af verden oplevede de vestlige økonomier generelt stigende aktiekurser i fjerde kvartal 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 6,62 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Dette skyldtes primært afdelingens undervægt i Google og Microsoft, som begge er meget store komponenter i benchmark. Vores undervægte i Amazon og Netflix i begyndelsen af året påvirkede ligeledes det relative afkast negativt, ligesom vores eksponering mod visse PC- og hardwareaktier gjorde det. Vi har nedbragt vores eksponering mod PC- og hardwareaktier, da disse markeder fortsat er udfordret.

På den positive side skal nævnes, at positioner, som har vist sig at drage fordel af langsigtede væksttendenser, bidrog betragteligt til det relative afkast. I sikkerhedsindustrien har Palo Alto Networks vist sig som den mest stabile aktør. Selskabet leverer en høj omsætning, samtidig med at driftsmarginalerne stiger, og selskabet skaber positive pengestrømme.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1999
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: S&P North American Technology Sector Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016023229
Porteføljerådgiver: RCM Capital Management LLC

Branchefordeling

Internet, software og serviceydelser	21,2%
Udvikling af operativsystemer mm.	15,1%
Internet detailsalg	13,0%
Databehandling og services	9,3%
Halvledere	8,6%
Øvrige inkl. likvide	32,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,62
Standardafvigelse	14,40
Tracking error	6,04
Information Ratio	-0,13
Sharpe Ratio (benchm.)	1,83
Standardafvigelse (benchm.)	13,25
Active share	46,00

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Teknologi

Vi vurderer, at selskabet også fremadrettet vil ligge i front takket været en bred produktportefølje og en attraktiv forretningsmodel. Kinas førende virksomhed inden for onlinespil, NetEase, var ligeledes blandt de største bidragydere til det relative afkast. Mobilspil har udviklet sig til at være drivkraften i den kinesiske industri for onlinespil, og NetEase har en stor portefølje af mobilspil med et attraktivt langsigtet vækstpotentiale.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Historisk set har vi haft en betragtelig undervægt i større teknologiselskaber og hovedsageligt inden for traditionel hardware og software, hvor selskaberne typisk ikke udviser de vækstrater, som vores strategi tilsiger. Vi har ændret vores syn på disse selskaber, hvoraf nogle har bevæget sig ind på nye teknologiske markeder. Dette kan øge væksten og medføre højere værdiansættelser. Vi reducerer normalt vores undervægt i 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, der særligt opererer inden for mobilt internet, data-netværkssikkerhed og cloud computing til private, og 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 samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv

udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Fremadrettet forventer vi stadig, at teknologisektoren indeholder nogle af de bedste absolutte og relative afkastmuligheder på aktiemarkedet. Især for investorer, der vælger enkeltaktier. I øjeblikket ser vi en bølge af innovation i sektoren, som, vi mener, potentielt kan skabe attraktive afkast for selskaber med best-in-class løsninger. Vi ser også en række selskaber, hvis nuværende værdiansættelse efter vores opfattelse ikke fuldt afspejler en positiv selskabs- og eller branchespecifik udvikling.

Trods en høj værdiansættelse af nogle cloud- og internetvirksomheder ser vi fortsat enorme potentielle markeder. Vi har dog konsolideret vores eksponering mod disse områder på kvalitetsselskaber, som efter vores mening har de mest lovende løsninger, og som med deres forretningsmodeller udviser klart potentiale til stor indtjenings- og pengestrømsvækst i de kommende år.

Vi ser netværkssikkerhed som et andet attraktivt langsigtet vækstområde inden for den teknologiske branche. Det skyldes især de mere og mere avancerede cyberangreb, som får selskaberne til at bruge flere penge på ny sikkerhedsteknologi. Vi vurderer, at denne tendens vil fortsætte i mange år, og de selskaber, som fortsat forbedrer deres sikkerhedsteknologi, vil med tiden få gevinst af deres investering.

Vi vil fortsat fokusere kraftigt på at skabe balance mellem risici og muligheder på baggrund af vores branchekendskab og lægge vægt på individuelt papirvalg.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Teknologi

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	13	0	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	92	0	Indestående i depotselskab	170.076	50.200
3 Udbytter	22.686	8.634	I alt likvide midler	170.076	50.200
I alt renter og udbytter	22.607	8.634	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	1.037.508	977.096
Kapitalandele	174.637	218.388	I alt kapitalandele	1.037.508	977.096
Valutakonti	913	4.656	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	49	15	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	180	415
5 Handelsomkostninger	÷2.616	÷1.952	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.273	58
I alt kursgevinster og -tab	172.983	221.107	Aktuelle skatteaktiver	279	217
I alt indtægter	195.589	229.741	I alt andre aktiver	2.732	691
6 Administrationsomkostninger	19.019	13.869	Aktiver i alt	1.210.316	1.027.986
Resultat før skat	176.571	215.872	Passiver		
7 Skat	1.209	1.165	9 Medlemmernes formue	1.210.222	1.025.070
Årets nettoresultat	175.362	214.707	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	94	800
Overført til udlodning næste år	0	÷223.136	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	2.116
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	0	÷223.136	I alt anden gæld	94	2.916
Overført til formuen	175.362	437.843	Passiver i alt	1.210.316	1.027.986
I alt disponeret	175.362	214.707			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷8,43	9,30	36,92	27,15	16,08
Benchmarkafkast (pct.)	2,17	13,90	28,75	31,03	22,70
Indre værdi (DKK pr. andel)	41,08	44,90	61,48	78,17	90,74
Nettoresultat (t.DKK)	÷53.143	55.364	215.543	214.707	175.362
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,62	1,60	1,60	1,60	1,61
ÅOP	2,19	2,15	2,22	2,07	1,90
Omsætningshastighed (antal gange)	1,44	1,14	1,33	1,09	1,36
Medlemmernes formue (t.DKK)	600.468	643.660	794.227	1.025.070	1.210.222
Antal andele	14.616.727	14.335.227	12.918.671	13.112.821	13.336.881
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Teknologi

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	13	0
I alt renteindtægter	13	0

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	92	0
I alt renteudgifter	92	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.686	8.634
I alt udbytter	22.686	8.634

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	174.637	218.388
Valutakonti	913	4.656
Øvrige aktiver/passiver	49	15
Handelsomkostninger	÷2.616	÷1.952
I alt kursgevinster og -tab	172.983	221.107

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷2.877	÷2.042
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	261	90
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2.616	÷1.952

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	2	0	0	0
Øvrige omkostninger	2	0	85	28
Managementhonorar	17.366	0	12.635	0
Fast administrationshonorar	1.649	0	1.121	0
I alt opdelt adm.omk.	19.019	0	13.841	28
I alt adm.omkostninger		19.019		13.869

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.209	1.165
I alt skat	1.209	1.165

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	22.607	8.634	
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.209	÷1.165	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	55	÷47	
Kursgevinst til udlodning	210.827	149.611	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷9.094	÷3.367	
Udlodning overført fra sidste år	÷223.136	÷376.802	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	50	÷223.136	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	19.019	13.869	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	160	÷211	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷18.809	÷237.216	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷18.809	÷14.080	
I alt til rådighed for udlodning, netto	0	÷223.136	

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	13.112.821	1.025.070	12.918.671	794.227
Emissioner i året	1.835.792	157.998	725.000	51.044
Indløsninger i året	÷1.611.732	÷148.693	÷530.850	÷35.038
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		486		130
Overførsel af periodens resultat		175.362		437.843
Overført til udlodning næste år		0		÷223.136
I alt medlemmernes formue	13.336.881	1.210.222	13.112.821	1.025.070

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	85,7	95,3
I alt finansielle instrumenter	85,7	95,3
Øvrige aktiver og passiver	14,3	4,7
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Tyskland

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 investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Tyskland, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 13,62 pct., mens benchmark steg 19,88 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det tyske aktiemarked startede året meget positivt som følge af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst gennem en meget lempelig pengepolitik. En kombination af usikkerhed omkring makroøkonomien, den økonomiske vækst i Kina samt den fortsat faldende oliepris i løbet af sommeren fik specielt DAX-indekset til at falde tilbage, mens de små og mellemstore aktier fortsat klarede sig godt.

Som i resten af Europa klarede small cap-segmentet sig i Tyskland væsentlig bedre end large cap. Det kan ses af, at DAX-indekset kun steg med 9,56pct, mens MDAX og SDAX steg med henholdsvis 22,67pct og 26,61pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 6,26 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingens relative afkast blev negativt påvirket af på på grund af foreningens RI-politik (responsible investments) om ikke at investere i flyproducenten Airbus, der er den største enkeltaktie i benchmark. Airbus steg i 2015 med mere end 50 pct. Biotest, der producerer blodplasma til behandling af folk med blødersygdomme, måtte markant nedjustere forventningerne og var også med til at trække det relative afkast ned. Det har ligeledes bidraget negativt, at vi ikke har haft ejendomsaktier i afdelingen.

På den positive side har Sartorius, der leverer udstyr til pharmaindustrien, gjort det særdeles godt med en stigning på 140,11pct. Billet- og eventselskabet CTS gjorde det ligeledes særdeles godt med en stigning på 52,23pct. Endelig steg truckproducenten Jungheinrich med 46,64pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, og at den amerikanske centralbank i december 2015 påbegyndte forhøjelsen af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til

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
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Forbrugsgoder	33,9%
Industri	18,0%
Materialer	13,8%
Sundhedspleje	10,5%
Konsumentvarer	9,9%
Øvrige inkl. likvide	13,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,23
Standardafvigelse	12,46
Tracking error	4,49
Information Ratio	-0,19
Sharpe Ratio (benchm.)	1,22
Standardafvigelse (benchm.)	13,28
Active share	70,07

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Tyskland

såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har en overvægt af små og mellemstore aktier, hvilket vil påvirke det relative afkast i tilfælde af stærkere resultater blandt de største aktier.

Sektormæssigt er afdelingen klart overvægtet i forbrugsgodesektoren, hvor afdelingen har en række eksponeringer mod bilindustrien. En dårligere end ventet udvikling i denne type aktier, vil derfor påvirke afdelingens afkast negativt.

Afdelingens største undervægt er inden for finans, hvor vi har svært ved at finde interessante investeringer. Forsikringsgiganten Allianz og Grenke Leasing er således eneste eksponering, og en stærk udvikling inden for finanssektoren vil ligeledes påvirke afdelingens relative afkast negativt.

Afdelingen kan på grund af foreningens RI-politik ikke investere i flyproducenten Airbus, der er den største enkeltaktie i vores benchmark. Væsentlige kursudvikling i denne aktie kan have betydning for afdelingens afkast og performance.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat EUR over for USD, et stigende privatforbrug og investeringsaktivitet. Den tyske økonomi forventes også i 2016 at være blandt de stærkeste i Europa, og vi forventer derfor positive afkast på det tyske aktiemarked i 2016.

På tværs af sektorer er afdelingens fokus på selskaber med en stærk markedsposition inden for deres respektive forretningsområde. Afdelingen investerer i selskaber med en fleksibel forretningsmodel, der kan operere i forskellige økonomiske miljøer og evner at generere solide pengestrømme. Til gengæld investerer afdelingen ikke i selskaber, der har en dårlig markedsposition, dårlig prissætningskraft, høj gældsandel og dårlig konvertering af indtjening til pengestrømme.

Vi forventer, at de kvalitetselskaber, vi investerer i, vil være i stand til at drage fordel af en stærk tysk økonomi.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Tyskland

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	0	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	89	0	Indestående i depotselskab	24.258	28.207
3 Udbytter	28.064	29.433	I alt likvide midler	24.258	28.207
I alt renter og udbytter	27.975	29.434	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	1.371.658	1.124.144
Kapitalandele	156.473	52.055	I alt kapitalandele	1.371.658	1.124.144
Valutakonti	1.558	1.163	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	26	÷37	Aktuelle skatteaktiver	14.621	11.821
5 Handelsomkostninger	÷599	÷510	I alt andre aktiver	14.621	11.821
I alt kursgevinster og -tab	157.458	52.671	Aktiver i alt	1.410.537	1.164.172
I alt indtægter	185.433	82.105	Passiver		
6 Administrationsomkostninger	22.729	19.490	9 Medlemmernes formue	1.410.422	1.163.270
Resultat før skat	162.704	62.615	Anden gæld:		
7 Skat	3.783	4.361	Skyldige omkostninger	115	901
Årets nettoresultat	158.921	58.253	I alt anden gæld	115	901
Overskudsdisponering			Passiver i alt	1.410.537	1.164.172
Foreslået udlodning	97.774	30.908			
Overført til udlodning næste år	528	105			
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	98.303	31.013			
Overført til formuen	60.618	27.240			
I alt disponeret	158.921	58.253			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷15,68	29,73	31,83	5,88	13,62
Benchmarkafkast (pct.)	÷14,03	27,72	31,30	3,37	19,88
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,16	133,83	174,18	184,42	204,84
Nettoresultat (t.DKK)	÷191.344	263.334	305.928	58.253	158.921
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,75	0,00	4,90	14,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,59	1,59	1,60	1,64
ÅOP	1,88	1,88	1,86	1,89	1,80
Omsætningshastighed (antal gange)	0,03	0,10	0,09	0,16	0,21
Medlemmernes formue (t.DKK)	933.410	1.026.460	1.261.810	1.163.270	1.410.422
Antal andele	9.048.446	7.670.129	7.244.442	6.307.656	6.885.509
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Tyskland

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringsernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	1
I alt renteindtægter	0	1

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	89	0
I alt renteudgifter	89	0

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	28.064	29.433
I alt udbytter	28.064	29.433

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	156.473	52.055
Valutakonti	1.558	1.163
Øvrige aktiver/passiver	26	÷37
Handelsomkostninger	÷599	÷510
I alt kursgevinster og -tab	157.458	52.671

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷899	÷831
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	301	321
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷599	÷510

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	30	0	123	44
Managementhonorar	20.763	0	17.764	0
Fast administrationshonorar	1.937	0	1.558	0
I alt opdelt adm.omk.	22.729	0	19.445	44
I alt adm.omkostninger		22.729		19.490

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.783	4.361
I alt skat	3.783	4.361

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter		27.975		29.434
Ikke refunderbar udbytteskat		÷3.783		÷4.361
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.		÷2.686		1.034
Kursgevinst til udlodning		97.325		123.969
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster		2.462		÷1.059
Udlodning overført fra sidste år		105		÷100.311
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	121.397			48.706
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		22.729		19.490
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger		÷365		1.797
I alt til rådighed for udlodning, netto		98.303		31.013

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	6.307.656	1.163.270	7.244.442	1.261.810
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷30.908		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷2.406		0
Emissioner i året	1.032.853	213.069	279.500	49.465
Indløsninger i året	÷455.000	÷91.987	÷1.216.286	÷206.561
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		462		303
Foreslået udlodning		97.774		30.908
Overførsel af periodens resultat		60.618		27.240
Overført til udlodning næste år		528		105
I alt medlemmernes formue	6.885.509	1.410.422	6.307.656	1.163.270

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		97,3		96,6
I alt finansielle instrumenter		97,3		96,6
Øvrige aktiver og passiver		2,7		3,4
I alt		100,0		100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Udenlandske Obligationsmarkeder

Kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med høj kreditrisiko (high yield), real-kredit-samt statsobligationer fra lande med såvel lav som høj kreditrisiko. Andelen af hver obligatortype kan variere. Hovedparten af afdelingens investeringer valutaafdækkes. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i alle obligationstyper og valutaer: Afdelingen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,55 pct. Afdelingen har intet benchmark. Afkastet er tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder samt konkurrenter. Afdelingen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af svagt stigende statsrenter samt udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med såvel høj som lav kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændet).

Markedet

Årets første måneder var præget af rentefald og dermed solide obligationsafkast. Det skyldtes, at den Europæiske Centralbank, ECB, påbegyndte opkøb af statsobligationer med henblik på at understøtte den økonomiske vækst og undgå faldende forbrugerpriser i Europa. Opkøbene smittede positivt af på andre typer af obligationer, herunder obligationer udstedt af virksomheder og de nye markeder. Rentefald blev afløst af rentestigninger i foråret, da markedet nedtonede risikoen for faldende inflation. Den i forvejen sure stemning på markederne blev forværret over sommeren. Den anspændte politiske situation i Grækenland og usikkerhed omkring kinesisk valutapolitik førte til faldende obligationskurser over sommeren. Situationen blev yderligere forværret som resultat af faldende oliepriser i andet halvår. Resultatet for året blev da også lave eller ligefrem negative afkast for dele af markedet. Obligationer fra de nye markeder udstedt i USD og obligationer udstedt af europæiske virksomheder gav det højeste afkast i 2015, mens obligationer udstedt af amerikanske virksomheder og obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta gav det laveste afkast.

Vurdering af afdelingens resultat

Omkring halvdelen af afdelingens formue var i årets løb investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet. Omkring en fjerdedel af afdelingens formue var investeret i obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med lavere kreditkvalitet. Den resterende del var investeret i obligationer fra de nye marke-

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2003

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0016255193

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	3,8%
1-3 år	10,1%
3-5 år	46,8%
5-10 år	36,1%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,62
Standardafvigelse	3,50

Udenlandske Obligationsmarkeder

der: Afdelingens andel af obligationer udstedt af europæiske virksomheder bidrog positivt til afkastet, da disse obligationer gav det højeste afkast i markedet. Derimod trak obligationer udstedt af amerikanske virksomheder afdelingens afkast ned.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Afdelingen har primært investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder. Genoplussen af den økonomiske krise i Europa vil derfor være negativt for afdelingens afkast. En mindre del af afdelingen består af obligationer fra de nye markeder. Afkastet på disse obligationer er i høj grad bestemt af renteutviklingen i USA, risici knyttet til den økonomiske vækst i Kina, udviklingen i olieprisen samt politiske risici i de enkelte lande. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da den amerikanske centralbank, Fed, vil hæve den ledende rente mere end, hvad der forventes i øjeblikket. Det vil smitte af på obligationsmarkederne i Europa og de nye markeder. Et yderligere fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for olieproducerende lande og virksomheder. En mindre del af afdelingen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder, og den vil derfor blive negativt påvirket, såfremt at olieprisen falder.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank forventes derfor kun i moderat omfang at hæve den ledende rente i løbet af 2016. I Europa er det modsatte tilfældet. ECB forsøger fortsat at stimulere den økonomiske vækst, hvilket sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Fed presser derfor det amerikanske renteniveau op, og ECB presser det europæiske renteniveau ned. Denne divergens vil få stor betydning for andre markeder, herunder valuta- og råvaremarkederne. Vi forventer derfor, at udsvingene på markederne vil vokse, og at markedsafkastet vil

være moderat. På denne baggrund foretrækker vi europæiske obligationer, herunder obligationer udstedt af virksomheder. For det første vil ECB's politik lægge låg på stigninger i renteniveauet, og for det andet er fremgangen i den europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. For det tredje er gældsgraden blandt europæiske virksomheder ganske lav og stiger ikke.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Udenlandske Obligationsmarkeder

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	24.381	40.930	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	99	0	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	4.524	5.663	28.690	15.540	
I alt renter og udbytter	28.806	46.593	I alt likvide midler	28.690	15.540
4 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	621	41.066	Not. obl. fra danske udstedere		
Kapitalandele	÷ 12.420	7.438	34.092	32.725	
Afledte finansielle instr.	÷ 14.055	÷ 13.558	Not. obl. fra udl. udstedere		
Valutakonti	÷ 5.858	2.655	485.079	695.840	
Øvrige aktiver/passiver	0	0	I alt obligationer	519.170	728.566
5 Handelsomkostninger	÷ 199	÷ 233	Kapitalandele:		
I alt kursgevinster og -tab	÷ 31.910	37.366	Inv-beviser i andre danske		
I alt indtægter			inv- og specialforeninger		
	÷ 3.104	83.959	423.466	419.255	
			I alt kapitalandele	423.466	419.255
6 Administrationsomkostninger	11.395	13.588	Afl. finansielle instr.:		
Resultat før skat	÷ 14.499	70.372	Unot. afl. finansielle instr.		
Skat	0	0	267	520	
Årets nettoresultat	÷ 14.499	70.372	I alt afledte finansielle instr.	267	520
Overskudsdisponering			Andre aktiver:		
Foreslået udlodning	24.202	65.132	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
Overført til udlodning næste år	434	924	7.943	12.764	
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	24.636	66.056	I alt andre aktiver	7.943	12.764
Overført til formuen	÷ 39.135	4.316	Aktiver i alt		
I alt disponeret	÷ 14.499	70.372	979.537	1.176.644	
			Passiver		
			8 Medlemmernes formue		
			977.946	1.169.786	
			Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			592	5.453	
			I alt afledte finansielle instr.	592	5.453
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger		
			32	365	
			Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			967	1.039	
			I alt anden gæld	999	1.405
			Passiver i alt		
			979.537	1.176.644	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷ 0,58	15,81	3,12	5,35	÷ 1,55
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,13	106,37	104,62	104,17	96,98
Nettoresultat (t.DKK)	÷ 8.663	289.897	53.438	70.372	÷ 14.499
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	5,00	5,90	5,80	2,40
Administrationsomkostninger (pct.)	1,03	1,04	1,03	1,05	1,04
ÅOP	1,38	1,32	1,30	1,30	1,17
Omsætningshastighed (antal gange)	0,17	0,34	0,18	0,83	0,42
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.889.094	1.977.053	1.468.938	1.169.786	977.946
Antal andele	19.857.546	18.586.785	14.040.438	11.229.606	10.084.359
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Udenlandske Obligationsmarkeder

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	1
Noterede obligationer fra danske udstedere	806	1.947
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	23.575	38.982
I alt renteindtægter	24.381	40.930

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	99	0
I alt renteudgifter	99	0

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Inv.-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	4.524	5.663
I alt udbytter	4.524	5.663

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+551	390
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.172	40.676
Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	+12.420	7.438
Terminforretninger/futures m.m.	+15.113	+26.644
Renteafretninger	1.058	13.086
Valutakonti	+5.858	2.655
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	+199	+233
I alt kursgevinster og -tab	+31.910	37.366

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+233	+263
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	34	30
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+199	+233

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	146	50
Managementhonorar	9.861	0	11.745	0
Fast administrationshonorar	1.534	0	1.647	0
I alt opdelt adm.omk.	11.395	0	13.538	50
I alt adm.omkostninger		11.395		13.588

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 4.295 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter	28.806		46.593	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	99		0	
Kursgevinst til udlodning	4.112		37.515	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+2.737		+9.838	
Udlodning overført fra sidste år	924		1.011	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	31.204		75.281	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	11.395		13.588	
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	4.295		3.847	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	532		515	
I alt til rådighed for udlodning, netto	24.636		66.055	

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	11.229.606	1.169.786	14.040.438	1.468.938
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+65.132		+82.839
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+32		7.664
Emissioner i året	384.023	40.272	154.221	16.151
Indløsninger i året	+1.529.270	+153.087	+2.965.053	+311.647
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		638		1.146
Foreslået udlodning		24.202		65.132
Overførsel af periodens resultat		+39.135		4.316
Overført til udlodning næste år		434		924
I alt medlemmernes formue	10.084.359	977.946	11.229.606	1.169.786

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	98,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	+0,4
I alt finansielle instrumenter	96,4	97,7
Øvrige aktiver og passiver	3,6	2,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	0	2.405
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	3.005	1.538
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	0	4.492
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	1.125	0
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	3.679	0
I alt	7.809	8.435

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

USA

Investerer i amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 8,07 pct., mens benchmark steg 12,40 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Udviklingen i markedet var primært drevet af store selskaber som f.eks. Amazon.com, Facebook og Alphabet, der tidligere hed Google. Det største bidrag i benchmark kom fra forbrugsgoder, efterfulgt af sundhedspleje og konsumentvarer. Energi var den sektor, der trak mest ned. Afdelingens valutasikring betød, at udviklingen i det hedgede benchmark var negativt.

Investorerne stod over for et blandet billede af den globale økonomi, centralbankernes lempelig pengepolitik og risikoen for, at Grækenland skulle forlade euroområdet. Grækenland indtog hovedrollen i løbet af sommeren, efter at gældsforhandlingerne brød sammen, og landet misligholdt sin gæld til den Internationale Valutafond, IMF, hvilket udløste pessimisme blandt investorerne på de globale finansmarkeder.

Frygten fik ny næring af en uventet devaluering af Kinas valuta og yderligere bekymringer om Kinas økonomiske afmatning og de potentielle følgevirkninger deraf. Den amerikanske centralbank (Fed) meldte sig klar til at forhøje den korte rente i andet halvår 2015, men i september holdt Fed dog renten uændret, hvilket primært skyldtes en ugunstig udvikling i den globale økonomi, moderat strammere finansielle vilkår i USA og lav inflation. I midten af december forhøjede Fed så den korte rente.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 4,33 procentpoint lavere end ændringen i benchmark i 2015. Det lavere afkast i forhold til benchmark kunne henføres til afdelingens aktievalg. Aktievalget inden for teknologi, sundhedspleje og materialer bidrog til resultatet. Andelsklassens position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til klassens resultat. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyningsselskaber, industri og energi bidrog negativt til det relative resultat. Undervægten inden for forbrugsgoder i form af Amazon.com og forsyningsselskabet NRG Energi bidrog negativt til det relative resultat.

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010257757

Porteføljeraðgiver: Wellington Management Co.

Branchefordeling

Finans	23,1%
Informationsteknologi	17,5%
Sundhedspleje	15,5%
Industri	11,2%
Konsumentvarer	8,4%
Øvrige inkl. likvide	24,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,51
Standardafvigelse	11,52
Tracking error	1,82
Information Ratio	-1,32
Sharpe Ratio (benchm.)	1,69
Standardafvigelse (benchm.)	11,71
Active share	65,85

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

USA

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, og den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Feds rentebeslutninger kan få negativ indvirkning på porteføljen. Hvis Fed beslutter ikke at hæve renten yderligere som følge af global vækstusikkerhed eller andre faktorer, kan det påvirke kursen på vores rentefølsomme aktier inden for finanssektoren. Generel usikkerhed om de amerikanske renter vil formentlig føre til uro på de globale markeder i 2016.

Flere undersøgelser omkring prisfastsættelsen af lægemidler kan også få negativ indvirkning på vores medicinalaktier. Vi har fokus på analyse af enkeltaktier inden for sundhedspleje og er på udkig efter innovative selskaber med en kompetent ledelse og en god udviklingsporteføje.

Forventninger til markedet samt strategi

De globale markeder var i 2015 præget af større udsving end tilfældet har været i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD

og rentestigninger samt vækstmodvind i Europa drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privat forbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Sektormæssigt havde afdelingen ved årets udgang størst overvægt inden for finans-, industri- og energisektoren, mens den største undervægt var inden for forbrugsvarer. Der vurderes fortsat muligheder inden for finanssektoren – og særligt inden for banker og forsikringselskaber – fordi deres balancer er blevet styrket til dels som følge af øget regulering. Det vurderes, at finansielle selskaber, som nu har lavere gældsætning og mere rentable forsikringsaktiviteter end tidligere, i dag er bedre i stand til at klare fremtidige recessionser, end mange investorer regner med. Afdelingen har også øget eksponering mod energi. Vi vurderer, at olieprisen vil bunde ud inden for de næste 6-12 måneder, efterhånden som olieselskaberne skærer i produktionen, og afdelingen vil være positioneret til at nyde godt af stigende oliepriser. Afdelingen har således øget eksponering mod energisektoren i årets løb.

Fokus i afdelingen er på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Afdelingens vurderes at bestå af en solid porteføje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbudsefterspørgselsbalance samt solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

USA

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	5	0	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	200	0	Indestående i depotselskab	85.470	215.915
3 Udbytter	107.316	121.513	I alt likvide midler	85.470	215.915
I alt renter og udbytter	107.120	121.513	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	3.800.763	5.073.664
Kapitalandele	430.809	1.074.302	I alt kapitalandele	3.800.763	5.073.664
Valutakonti	16.038	7.340	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	74	214	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.228	5.388
5 Handelsomkostninger	÷765	÷1.205	Andre tilgodehavender	0	62
I alt kursgevinster og -tab	446.157	1.080.652	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.461	101
I alt indtægter	553.277	1.202.165	Aktuelle skatteaktiver	1.955	1.047
6 Administrationsomkostninger	61.508	66.034	I alt andre aktiver	8.645	6.599
Resultat før skat	491.769	1.136.130	Aktiver i alt	3.894.878	5.296.178
7 Skat	14.907	15.878	Passiver		
Årets nettoresultat	476.861	1.120.252	9 Medlemmernes formue	3.894.586	5.288.171
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	833.101	203.379	Skyldige omkostninger	292	3.537
Overført til udlodning næste år	1.674	2.266	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	4.469
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	834.776	205.645	I alt anden gæld	292	8.006
Overført til formuen	÷357.914	914.607	Passiver i alt	3.894.878	5.296.178
I alt disponeret	476.861	1.120.252			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	4,01	11,22	24,26	25,82	8,07
Benchmarkafkast (pct.)	4,47	14,00	26,09	28,09	12,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	63,75	69,85	86,80	109,21	114,07
Nettoresultat (t.DKK)	51.512	310.104	939.632	1.120.252	476.861
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	0,00	4,20	24,40
Administrationsomkostninger (pct.)	1,40	1,31	1,43	1,39	1,42
ÅOP	1,66	1,58	1,70	1,66	1,51
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,17	0,33	0,22	0,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.824.028	3.542.394	4.572.834	5.288.171	3.894.586
Antal andele	44.300.915	50.712.479	52.683.318	48.423.537	34.143.499
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

USA

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014		
Indestående i depotselskab	5	0		
I alt renteindtægter	5	0		
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014		
Andre renteudgifter	200	0		
I alt renteudgifter	200	0		
NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	107.316	121.513		
I alt udbytter	107.316	121.513		
NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	430.809	1.074.302		
Valutakonti	16.038	7.340		
Øvrige aktiver/passiver	74	214		
Handelsomkostninger	÷765	÷1.205		
I alt kursgevinster og -tab	446.157	1.080.652		
NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
Bruttohandelsomkostninger	÷1.982	÷1.970		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.217	765		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷765	÷1.205		
NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	2	0	441	158
Managementhonorar	55.431	0	59.341	0
Fast administrationshonorar	6.076	0	6.094	0
I alt opdelte adm.omk.	61.508	0	65.876	158
I alt adm.omkostninger		61.508		66.034
NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014		
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	14.907	15.878		
I alt skat	14.907	15.878		

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014		
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter	107.120	121.513		
Ikke refunderbar udbytteskat	÷14.907	÷15.878		
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷586	÷66		
Kursgevinst til udlodning	909.346	431.051		
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷112.625	12.416		
Udlodning overført fra sidste år	2.266	÷279.009		
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	890.615	270.027		
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	61.508	66.034		
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	5.670	1.653		
I alt til rådighed for udlodning, netto	834.776	205.645		
NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014		
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	48.423.537	5.288.171	52.683.318	4.572.834
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷203.379		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		51.106		0
Emissioner i året	2.601.683	289.870	4.762.136	455.549
Indløsninger i året	÷16.881.721	÷2.011.022	÷9.021.917	÷862.184
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.978		1.720
Foreslået udlodning		833.101		203.379
Overførsel af periodens resultat		÷357.914		914.607
Overført til udlodning næste år		1.674		2.266
I alt medlemmernes formue	34.143.499	3.894.586	48.423.537	5.288.171
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN			2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			97,6	95,9
I alt finansielle instrumenter			97,6	95,9
Øvrige aktiver og passiver			2,4	4,1
I alt			100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

USA – Akkumulerende KL

Investerer i amerikanske eller canadiske aktier.
Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- USA, klass SEK
- USA, klasse NOK
- USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider:

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider:

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

USA – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	65	24
2 Renteudgifter	10	0
3 Udbytter	99.787	87.543
I alt renter og udbytter	99.841	87.567
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	300.323	802.276
Afledte finansielle instr.	÷108.883	÷195.869
Valutakonti	÷45.478	27.444
Øvrige aktiver/passiver	10	186
5 Handelsomkostninger	÷1.271	÷969
I alt kursgevinster og -tab	144.701	633.068
I alt indtægter	244.542	720.635
6 Administrationsomkostninger	58.958	49.545
Resultat før skat	185.584	671.089
7 Skat	13.847	11.541
Årets nettoresultat	171.738	659.548
Overskudsdisponering		
Overført til formuen	171.738	659.548
I alt disponeret	171.738	659.548

Balance		
	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	128.020	145.742
I alt likvide midler	128.020	145.742
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	3.618.817	4.028.610
I alt kapitalandele	3.618.817	4.028.610
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	25.947	0
I alt afledte finansielle instr.	25.947	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.940	4.233
Andre tilgodehavender	0	35
Mellemvær. vedr. handelsafv.	352	1.296
Aktuelle skatteaktiver	1.545	705
I alt andre aktiver	6.836	6.269
Aktiver i alt	3.779.620	4.180.621
Passiver		
8 Medlemmernes formue	3.778.958	4.149.377
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	0	28.094
I alt afledte finansielle instr.	0	28.094
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	348	2.973
Mellemvær. vedr. handelsafv.	314	178
I alt anden gæld	662	3.151
Passiver i alt	3.779.620	4.180.621

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)	-	181.792	574.767	659.548	171.738
Omsætningshastighed (antal gange)	-	0,23	0,28	0,00	0,17
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	2.100.977	3.054.687	4.149.377	3.778.958

USA – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Indestående i depotselskab	22	24
Andre renteindtægter	43	0
I alt renteindtægter	65	24

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	10	0
I alt renteudgifter	10	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	99.787	87.543
I alt udbytter	99.787	87.543

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	300.323	802.276
Terminsfremtninger/futures m.m.	÷ 108.883	÷ 195.869
Valutakonti	+ 45.478	27.444
Øvrige aktiver/passiver	10	186
Handelsomkostninger	÷ 1.271	÷ 969
I alt kursgevinster og -tab	144.701	633.068

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.728	÷ 1.493
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	457	524
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 1.271	÷ 969

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	277	103
Managementhonorar	50.685	0	42.840	0
Fast administrationshonorar	8.272	0	6.326	0
I alt opdelte adm.omk.	58.958	0	49.443	103
I alt adm.omkostninger		58.958		49.545

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	13.847	11.541
I alt skat	13.847	11.541

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		4.149.377		3.054.687
Emissioner i året		461.925		1.410.978
Indløsninger i året		÷ 1.006.434		÷ 977.468
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.352		1.631
Overførsel af periodens resultat		171.738		659.548
I alt medlemmernes formue		3.778.958		4.149.377

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,8	97,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,7	÷ 0,7
I alt finansielle instrumenter	96,4	96,4
Øvrige aktiver og passiver	3,6	3,6
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

USA, klass SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 4,53 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 8,43 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Udviklingen i markedet var primært drevet af store selskaber som f.eks. Amazon.com, Facebook og Alphabet, der tidligere

hed Google. Det største bidrag i benchmark kom fra forbrugsgoder, efterfulgt af sundhedspleje og konsumentvarer. Energi var den sektor, der trak mest ned. Andelsklassens valuta-sikring betød, at udviklingen i det hedgede benchmark var negativt.

Investorerne stod over for et blandet billede af den globale økonomi, centralbankernes lempelig pengepolitik og risikoen for, at Grækenland skulle forlade euroområdet. Grækenland indtog hovedrollen i løbet af sommeren, efter at gældsforhandlingerne brød sammen, og landet misligholdt sin gæld til den Internationale Valutafond, IMF, hvilket udløste pessimisme blandt investorerne på de globale finansmarkeder.

Frygten fik ny næring af en uventet devaluering af Kinas valuta og yderligere bekymringer om Kinas økonomiske afmatning og de potentielle følgevirkninger deraf. Den amerikanske centralbank (Fed) meldte sig klar til at forhøje den korte rente i andet halvår 2015, men i september holdt Fed dog renten uændret, hvilket primært skyldtes en ugunstig udvikling i den globale økonomi, moderat strammere finansielle vilkår i USA og lav inflation. I midten af december forhøjede Fed så den korte rente.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 3,90 procentpoint lavere end ændringen i benchmark i 2015. Det lavere afkast i forhold til benchmark kunne henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for teknologi, sundhedspleje og materialer bidrog til resultatet. Andelsklassens position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til klassens resultat. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyningsselskaber, industri og energi bidrog negativt til det relative resultat. Undervægten inden for forbrugsgoder i form af Amazon.com og forsyningsselskabet NRG Energi bidrog negativt til det relative resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485795
Porteføljerådgiver: Wellington Management Co.

Branchefordeling

Finans	23,0%
Informationsteknologi	17,4%
Sundhedspleje	15,0%
Industri	11,1%
Konsumentvarer	8,2%
Øvrige inkl. likvide	25,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,65
Standardafvigelse	12,01
Tracking error	1,82
Information Ratio	-1,21
Sharpe Ratio (benchm.)	1,84
Standardafvigelse (benchm.)	11,97
Active share	65,91

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

USA, klass SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, og den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Feds rentebeslutninger kan få negativ indvirkning på porteføljen. Hvis Fed beslutter ikke at hæve renten yderligere som følge af global vækstusikkerhed eller andre faktorer, kan det påvirke kursen på vores rentefølsomme aktier inden for finanssektoren. Generel usikkerhed om de amerikanske renter vil formentlig føre til uro på de globale markeder i 2016.

Flere undersøgelser omkring prisfastsættelsen af lægemidler kan også få negativ indvirkning på vores medicinalaktier. Vi har fokus på analyse af enkeltaktier inden for sundhedspleje og er på udkig efter innovative selskaber med en kompetent ledelse og en god udviklingsportefølje.

Forventninger til markedet samt strategi

De globale markeder var i 2015 præget af større udsving end tilfældet har været i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger samt vækstmodvind i Europa drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privat forbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Sektormæssigt havde andelsklassen ved årets udgang størst overvægt inden for finans-, industri- og energisektoren, mens den største undervægt var inden for forbrugsvarer. Der vurderes fortsat muligheder inden for finanssektoren - og særligt inden for banker og forsikringselskaber - fordi deres balancer er blevet styrket til dels som følge af øget regulering. Det vurderes, at finansielle selskaber, som nu har lavere gældsætning og mere rentable forsikringsaktiviteter end tidligere, i dag er bedre i stand til at klare fremtidige recessioner, end mange investorer regner med. Andelsklassen har også øget eksponering mod energi. Vi vurderer, at olieprisen vil bunde ud inden for de næste 6-12 måneder, efterhånden som olieselskaberne skærer i produktionen, og andelsklassen vil være positioneret til at nyde godt af stigende oliepriser. Andelsklassen har således øget eksponering mod energisektoren i årets løb.

Fokus i andelsklassen er på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Andelsklassen vurderes at bestå af en solid portefølje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbudsefterspørgselsbalance samt solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassen benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

USA, 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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i SEK (pct.)	2,50	6,13	28,17	35,37	4,53
Benchmarkafkast i SEK (pct.)	3,36	9,45	30,11	37,36	8,43
Indre værdi (SEK pr. andel)	107,08	113,65	145,67	197,19	206,13
Nettoreultat (t.DKK)	7.154	60.287	261.980	304.262	121.298
Administrationsomkostninger (pct.)	1,50	1,50	1,53	1,49	1,49
Medlemmernes formue (t.DKK)	601.179	958.009	1.617.033	1.547.815	1.323.822
Antal andele	6.722.361	9.690.531	13.168.874	9.985.096	7.881.434
Stykstørrelse i SEK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	143.609	323.626
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	22.311	19.364
Klassens resultat	121.298	304.262
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.547.815	1.617.033
Emissioner i året	31.369	350.143
Indløsninger i året	÷377.345	÷724.219
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	685	595
Overførsel af periodens resultat	121.298	304.262
Medlemmernes formue ultimo	1.323.822	1.547.815
Antal andele		
Andele primo året	9.985.096	13.168.874
Emissioner i året	190.369	2.574.437
Indløsninger i året	÷2.294.030	÷5.758.215
Andele ultimo året	7.881.434	9.985.096

USA, klasse NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 14,80 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 18,87 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Udviklingen i markedet var primært drevet af store selskaber som f.eks. Amazon.com, Facebook og Alphabet, der tidligere hed Google. Det største bidrag i benchmark kom fra forbrugsgoder, efterfulgt af sundhedspleje og konsumentvarer. Energi var den sektor, der trak mest ned. Andelsklassens valutaskring betød, at udviklingen i det hedgede benchmark var negativt.

Investorerne stod over for et blandet billede af den globale økonomi, centralbankernes lempelig pengepolitik og risikoen for, at Grækenland skulle forlade euroområdet. Grækenland indtog hovedrollen i løbet af sommeren, efter at gældsforhandlingerne brød sammen, og landet misligholdt sin gæld til den Internationale Valutafond, IMF, hvilket udløste pessimisme blandt investorerne på de globale finansmarkeder.

Frygten fik ny næring af en uventet devaluering af Kinas valuta og yderligere bekymringer om Kinas økonomiske afmatning og de potentielle følgevirkninger deraf. Den amerikanske centralbank (Fed) meldte sig klar til at forhøje den korte rente i andet halvår 2015, men i september holdt Fed dog renten uændret, hvilket primært skyldtes en ugunstig udvikling i den globale økonomi, moderat strammere finansielle vilkår i USA og lav inflation. I midten af december forhøjede Fed så den korte rente.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 4,07 procentpoint lavere end ændringen i benchmark i 2015. Det lavere afkast i forhold til benchmark kunne henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for teknologi, sundhedspleje og materialer bidrog til resultatet. Andelsklassens position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til klassens resultat. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyningsselskaber, industri og energi bidrog negativt til det relative resultat. Undervægten inden for forbrugsgoder i form af Amazon.com og forsyningsselskabet NRG Energi bidrog negativt til det relative resultat.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til NOK

Fondskode: DK0060517076

Porteføljeradgiver: Wellington Management Co.

Branchefordeling

Finans	23,0%
Informationsteknologi	17,4%
Sundhedspleje	15,0%
Industri	11,1%
Konsumentvarer	8,2%
Øvrige inkl. likvide	25,3%

Nøgletal

Active share 65,91

USA, klasse NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, og den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Feds rentebeslutninger kan få negativ indvirkning på porteføljen. Hvis Fed beslutter ikke at hæve renten yderligere som følge af global vækstusikkerhed eller andre faktorer, kan det påvirke kursen på vores rentefølsomme aktier inden for finanssektoren. Generel usikkerhed om de amerikanske renter vil formentlig føre til uro på de globale markeder i 2016.

Flere undersøgelser omkring prisfastsættelsen af lægemidler kan også få negativ indvirkning på vores medicinalaktier. Vi har fokus på analyse af enkeltaktier inden for sundhedspleje og er på udkig efter innovative selskaber med en kompetent ledelse og en god udviklingsportefølje.

Forventninger til markedet samt strategi

De globale markeder var i 2015 præget af større udsving end tilfældet har været i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende

økonomisk vækst. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger samt vækstmedvind i Europa drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privat forbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Sektormæssigt havde andelsklassen ved årets udgang størst overvægt inden for finans-, industri- og energisektoren, mens den største undervægt var inden for forbrugsvarene. Der vurderes fortsat muligheder inden for finanssektoren - og særligt inden for banker og forsikringselskaber - fordi deres balancer er blevet styrket til dels som følge af øget regulering. Det vurderes, at finansielle selskaber, som nu har lavere gældsætning og mere rentable forsikringsaktiviteter end tidligere, i dag er bedre i stand til at klare fremtidige recessioner, end mange investorer regner med. Andelsklassen har også øget eksponering mod energi. Vi vurderer, at olieprisen vil bunde ud inden for de næste 6-12 måneder, efterhånden som olieselskaberne skærer i produktionen, og andelsklassen vil være positioneret til at nyde godt af stigende oliepriser. Andelsklassen har således øget eksponering mod energisektoren i årets løb.

Fokus i andelsklassen er på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Andelsklassen vurderes at bestå af en solid portefølje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbudsefterspørgselsbalance samt solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassen benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

USA, 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
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	8,29	37,12	14,80
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	8,24	39,27	18,87
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	108,29	148,50	170,48
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	1.858	204.274	99.463
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,52	1,50	1,49
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	69.742	1.099.888	1.172.341
Antal andele	-	-	721.651	9.024.355	8.860.418
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	116.498	215.434
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	17.035	11.160
Klassens resultat	99.463	204.274
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.099.888	69.742
Emissioner i året	401.318	942.332
Indløsninger i året	÷429.610	÷117.028
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.281	568
Overførsel af periodens resultat	99.463	204.274
Medlemmernes formue ultimo	1.172.341	1.099.888
Antal andele		
Andele primo året	9.024.355	721.651
Emissioner i året	3.035.989	9.381.937
Indløsninger i året	÷3.199.925	÷1.079.234
Andele ultimo året	8.860.418	9.024.355

USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danske-invest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 3,21 pct., mens benchmark faldt 0,41 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Udviklingen i markedet var primært drevet af store selskaber som f.eks. Amazon.com, Facebook og Alphabet, der tidligere hed Google. Det største bidrag i benchmark kom fra forbrugsgoder, efterfulgt af sundhedspleje og konsumentvarer. Energi var den sektor, der trak mest ned. Andelsklassens valuta-sikring betød, at udviklingen i det hedgede benchmark var negativt.

Investorerne stod over for et blandet billede af den globale økonomi, centralbankernes lempelig pengepolitik og risikoen for, at Grækenland skulle forlade euroområdet. Grækenland indtog hovedrollen i løbet af sommeren, efter at gældsforhandlingerne brød sammen, og landet misligholdt sin gæld til den Internationale Valutafond, IMF, hvilket udløste pessimisme blandt investorerne på de globale finansmarkeder.

Frygten fik ny næring af en uventet devaluering af Kinas valuta og yderligere bekymringer om Kinas økonomiske afmatning og de potentielle følgevirkninger deraf. Den amerikanske centralbank (Fed) meldte sig klar til at forhøje den korte rente i andet halvår 2015, men i september holdt Fed dog renten uændret, hvilket primært skyldtes en ugunstig udvikling i den globale økonomi, moderat strammere finansielle vilkår i USA og lav inflation. I midten af december forhøjede Fed så den korte rente.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 2,80 procentpoint lavere end ændringen i benchmark i 2015. Det lavere afkast i forhold til benchmark kunne henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for teknologi, sundhedspleje og materialer bidrog til resultatet. Andelsklassens position i Eli Lilly gav det største relative bidrag til klassens resultat. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyningselskaber, industri og energi bidrog negativt til det relative resultat. Undervægten inden for forbrugsgoder i form af Amazon.com og forsyningselskabet NRG Energi bidrog negativt til det relative resultat.

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	22,5%
Informationsteknologi	17,1%
Sundhedspleje	14,7%
Industri	10,9%
Konsumentvarer	8,0%
Øvrige inkl. likvide	26,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	10,44
Tracking error	1,69
Information Ratio	-1,04
Sharpe Ratio (benchm.)	1,19
Standardafvigelse (benchm.)	10,57
Active share	65,91

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, og den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Feds rentebeslutninger kan få negativ indvirkning på porteføljen. Hvis Fed beslutter ikke at hæve renten yderligere som følge af global vækstusikkerhed eller andre faktorer, kan det påvirke kursen på vores rentefølsomme aktier inden for finanssektoren. Generel usikkerhed om de amerikanske renter vil formentlig føre til uro på de globale markeder i 2016.

Flere undersøgelser omkring prisfastsættelsen af lægemidler kan også få negativ indvirkning på vores medicinalaktier. Vi har fokus på analyse af enkeltaktier inden for sundhedspleje og er på udkig efter innovative selskaber med en kompetent ledelse og en god udviklingsporteføje.

Forventninger til markedet samt strategi

De globale markeder var i 2015 præget af større udsving end tilfældet har været i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende

økonomisk vækst. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger samt vækstmodvind i Europa drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Sektormæssigt havde andelsklassen ved årets udgang størst overvægt inden for finans-, industri- og energisektoren, mens den største undervægt var inden for forbrugsvarer. Der vurderes fortsat muligheder inden for finanssektoren - og særligt inden for banker og forsikringselskaber - fordi deres balancer er blevet styrket til dels som følge af øget regulering. Det vurderes, at finansielle selskaber, som nu har lavere gældsætning og mere rentable forsikringsaktiviteter end tidligere, i dag er bedre i stand til at klare fremtidige recessioner, end mange investorer regner med. Andelsklassen har også øget eksponering mod energi. Vi vurderer, at olieprisen vil bunde ud inden for de næste 6-12 måneder, efterhånden som olieselskaberne skærer i produktionen, og andelsklassen vil være positioneret til at nyde godt af stigende oliepriser. Andelsklassen har således øget eksponering mod energisektoren i årets løb.

Fokus i andelsklassen er på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Andelsklassen vurderes at bestå af en solid porteføje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbudsefterspørgselsbalance samt solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassen benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

USA – 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	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	0,26	11,05	29,03	11,08	÷3,21
Benchmarkafkast (pct.)	0,80	13,97	30,85	12,23	÷0,41
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,54	111,66	144,07	160,03	154,89
Nettoreultat (t.DKK)	÷4.175	121.505	310.928	151.011	÷49.024
Administrationsomkostninger (pct.)	1,39	1,40	1,42	1,39	1,42
ÅOP	1,65	1,68	1,70	1,63	1,51
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.188.920	1.142.968	1.367.912	1.501.674	1.282.795
Antal andele	11.825.186	10.236.517	9.494.938	9.383.942	8.281.815
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	79.472	365.573
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷108.883	÷195.800
Administrationsomkostninger	19.612	18.762
Klassens resultat	÷49.024	151.011
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.501.674	1.367.912
Emissioner i året	29.238	118.504
Indløsninger i året	÷199.479	÷136.221
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	386	468
Overførsel af periodens resultat	÷49.024	151.011
Medlemmernes formue ultimo	1.282.795	1.501.674
Antal andele		
Andele primo året	9.383.942	9.494.938
Emissioner i året	181.409	819.626
Indløsninger i året	÷1.283.536	÷930.622
Andele ultimo året	8.281.815	9.383.942

Østeuropa

Investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre del kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier 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 østeuropæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Det 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,72 pct., mens benchmark faldt med 4,78 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af politiske forhold, sanktioner over for Rusland og faldende råvarepriser i 2015.

Markedet

De østeuropæiske aktiemarkeder endte samlet set med et negativt afkast. Årets første måneder var præget af en positiv udvikling understøttet af fredstalen i Ukraine og en vending i olieprisen. Senere på året svækkedes markederne med voksende politisk usikkerhed, en fornyet svækkelse i råvarepriserne samt en generel usikkerhed om udvikling i de nye markeder. I Polen var der både præsidentvalg og parlamentsvalg, der i begge tilfælde medførte et magtskifte. Initiativer fra den nye regering, heriblandt en ny bankskat, blev negativt modtaget af markedet. I Tyrkiet tabte det regerende AK parti i første omgang parlamentsvalget i juni, men genvandt regeringsmagten efter et omvalg i november. I Grækenland blev børshandlen med banker suspenderet i godt en måned, mens en aftale med EU blev forhandlet på plads. EU forlængede sanktionerne over for Rusland og landets økonomiske vækst var negativ hen over året. I Polen, Ungarn og Tjekkiet var den økonomiske vækst positivt understøttet af det private forbrug, investeringer og eksport.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 4,06 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Samlet set har landeallokering bidraget marginalt negativt til merafkastet, hvor undervægt af Rusland bidrog negativt og undervægt af Grækenland bidrog positivt. Merafkastet skyldtes særligt aktieudvælgelse i

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI EM Europe 10 40 inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010257914

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

Rusland	46,5%
Tyrkiet	20,6%
Polen	16,8%
Grækenland	5,2%
Ungarn	2,3%
Øvrige inkl. likvide	8,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,42
Standardafvigelse	17,96
Tracking error	3,09
Information Ratio	1,49
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,68
Standardafvigelse (benchm.)	17,88
Active share	38,32

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Østeuropa

Rusland, Polen, Grækenland og Tyrkiet. Blandt de positive selskabsbidrag til det relative afkast var det russiske landbrugs-selskab Rusagro, det russiske olieselskab Tatneft, det græske luftfartsselskab Aegean Airlines, den tyrkiske bilproducent Tofas Turk Otomobil og det polske industriselskab Kety. Blandt negative bidrag til det relative afkast var afdelingens under-vægt i Ungarn.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

For Polen og de øvrige lande i Østeuropa eksklusive Rusland udgør en lavere økonomisk vækst i Europa en risiko for den økonomiske vækst i landene på grund af det økonomiske sam-kvem. I Polen har den nye regering allerede taget initiativ til en stramning af beskatningen på finanssektoren, men risikoen for nye politiske tiltag er fortsat en risikofaktor. I Tyrkiet er politiske forhold og risikoen for en eskalering af den geopoliti-ske udvikling i området en risiko.

Rusland er afdelingens største investeringsområde og udvik-lingen i olieprisen er en væsentlig risiko, idet både olieselska-ber og de offentlige finanser i betydeligt omfang er afhængige af olieindtægter. Den geopolitiske udvikling i Ukraine og udvik-lingen i de vestlige sanktioner udgør andre risici.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økono-miske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktie-markederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor mode-rat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forven-ter vi vækstmedvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

De østeuropæiske lande uden for Rusland oplever et pænt vækstmomentum understøttet af indenlandsk forbrug og investeringer samt en positiv økonomisk vækst i Europa. I Rusland er den økonomiske vækst negativ og risikoen for øko-nomien er i særlig grad den lave oliepris. Styrkes olieprisen hen over året, vil det bidrage til en stabilisering af den russi-ske økonomi.

Ved indgangen til 2016 er de største landevægte Rusland, Tyrkiet og Polen, og vi forventer, at disse lande også i 2016 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 2016 er det forventningen, at afde-lingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afde-lingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, den politiske udvikling i Polen og Tyrkiet, udviklingen i olieprisen samt den geopoliti-ske situation i Mellemøsten og Europa.

Østeuropa

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	39	152	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	6	0	Indestående i depotselskab	1.923	2.224
3 Udbytter	17.148	38.002	I alt likvide midler	1.923	2.224
I alt renter og udbytter	17.180	38.154	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra udl. selskaber	358.138	720.383
4 Andre indtægter	0	18	I alt kapitalandele	358.138	720.383
I alt andre indtægter og omk.:	0	18	Andre aktiver:		
5 Kursgevinster og -tab:			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	752	5.518
Kapitalandele	31.355	÷170.763	Aktuelle skatteaktiver	86	0
Valutakonti	3.580	2.653	I alt andre aktiver	838	5.518
Øvrige aktiver/passiver	÷43	46			
6 Handelsomkostninger	÷567	÷918	Aktiver i alt	360.899	728.125
I alt kursgevinster og -tab	34.325	÷168.982			
I alt indtægter	51.505	÷130.810	Passiver		
7 Administrationsomkostninger	8.446	14.294	10 Medlemmernes formue	360.870	726.269
Resultat før skat	43.059	÷145.104	Anden gæld:		
8 Skat	721	5.953	Skyldige omkostninger	29	514
Årets nettoresultat	42.338	÷151.057	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.342
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	29	1.856
Overført til udlodning næste år	÷11.500	÷20.644	Passiver i alt	360.899	728.125
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷11.500	÷20.644			
Overført til formuen	53.837	÷130.413			
I alt disponeret	42.338	÷151.057			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷22,01	24,85	÷3,66	÷16,22	÷0,72
Benchmarkafkast (pct.)	÷22,14	25,93	÷8,50	÷19,89	÷4,78
Indre værdi (DKK pr. andel)	315,20	390,27	366,25	289,77	287,68
Nettoresultat (t.DKK)	÷389.944	272.500	÷27.601	÷151.057	42.338
Udbytte (DKK pr. andel)	3,00	9,75	17,50	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,63	1,68	1,66	1,66	1,71
ÅOP	2,04	2,10	1,99	2,06	1,99
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,25	0,11	0,26	0,31
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.204.965	1.046.295	954.828	726.269	360.870
Antal andele	3.822.912	2.680.930	2.607.052	2.506.379	1.254.403
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Østeuropa

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	39	152
I alt renteindtægter	39	152

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	6	0
I alt renteudgifter	6	0

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.148	38.002
I alt udbytter	17.148	38.002

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	0	18
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Nettoindtægt ved aktieudlån	0	18

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	31.355	÷ 170.763
Valutakonti	3.580	2.653
Øvrige aktiver/passiver	÷ 43	46
Handelsomkostninger	÷ 567	÷ 918
I alt kursgevinster og -tab	34.325	÷ 168.982

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.311	÷ 1.154
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	744	235
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 567	÷ 918

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	431	0	635	32
Managementhonorar	7.325	0	12.530	0
Fast administrationshonorar	690	0	1.097	0
I alt opdeltede adm.omk.	8.446	0	14.262	32
I alt adm.omkostninger		8.446		14.294

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	721	5.953
I alt skat	721	5.953

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	17.180		38.154
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 721		÷ 5.953
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷ 194		18
Kursgevinst til udlodning	÷ 15.540		÷ 53.543
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	8.420		489
Udlodning overført fra sidste år	÷ 20.644		190
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷ 11.500		÷ 20.645
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	8.446		14.294
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.466		468
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷ 18.480		÷ 34.471
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷ 6.980		÷ 13.826
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷ 11.500		÷ 20.644

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.506.379	726.269	2.607.052	954.828
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		÷ 45.623
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		101
Emissioner i året	7.808	2.563	148.607	49.517
Indløsninger i året	÷ 1.259.784	÷ 410.834	÷ 249.280	÷ 81.759
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		535		263
Overførsel af periodens resultat		53.837		÷ 130.413
Overført til udlodning næste år		÷ 11.500		÷ 20.644
I alt medlemmernes formue	1.254.403	360.870	2.506.379	726.269

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter		99,2	99,2
I alt finansielle instrumenter		99,2	99,2
Øvrige aktiver og passiver		0,8	0,8
I alt		100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Østeuropa ex Rusland

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.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier 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. Det 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består

hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,37 pct., mens benchmark faldt med 7,55 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af politiske forhold og generel negativ stemning omkring de nye markeder.

Markedet

De østeuropæiske aktiemarkeder eksklusiv Rusland endte året med et negativt afkast. Landene imellem varierede udviklingen dog i form af positive afkast i lande som Ungarn og Rumænien, mens Tyrkiet, Polen og Tjekkiet havde negative afkast. Det polske aktiemarked endte året lavere, selv om økonomien viste fortsat økonomisk fremgang i 2015. I Polen var der både præsidentvalg og parlamentsvalg, der i begge tilfælde medførte et magtskifte. Initiativer fra den nye regering, heriblandt en ny bankskat, blev negativt modtaget af markedet. I Tyrkiet tabte det regerende AK parti i første omgang parlamentsvalget i juni, men genvandt regeringsmagten efter et omvalg i november. Det tyrkiske marked blev negativt påvirket af politisk usikkerhed, generel negativ stemning omkring de nye markeder samt uroen i Mellemøsten.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 7,18 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Landeallokeringen har bidraget begrænset til det samlede merafkast, hvor overvægten i Estland har

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	47,1%
Tyrkiet	14,3%
Ungarn	10,9%
Rumænien	6,3%
Tjekkiet	5,7%
Øvrige inkl. likvide	15,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,04
Standardafvigelse	12,07
Tracking error	2,75
Information Ratio	1,30
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,26
Standardafvigelse (benchm.)	12,11
Active share	42,85

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Østeuropa ex Rusland

givet det største bidrag. Merafkastet skyldtes særligt aktievalget i Polen, mens aktievalget i Tyrkiet og Rumænien også var blandt hovedårsagerne til det relative positive afkast. Blandt de positive selskabsbidrag var det polske byggeselskab Budimex, det østriske catering selskab Do & Co, den østriske bank Erste Bank samt det polske gældsopkøber Kruk. Blandt de negative selskabsbidrag var den serbiske bank Komercijalna banka og det polske kemikalieselskab Ciech.

Afdelingen er aktivt styret, men har en tracking error under 3 procentpoint og en active share under 50 til dels på grund af 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 ændringen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

For Polen og de øvrige lande i Østeuropa eksklusive Rusland udgør en lavere økonomisk vækst i Europa en risiko for den økonomiske vækst i landene på grund af det økonomiske samkvem. I Polen har den nye regering allerede taget initiativ til en stramning af beskatning på finanssektoren, men risikoen for nye politiske tiltag er fortsat en risikofaktor. I Tyrkiet er der stadig politisk usikkerhed, selvom AK-partiet fik majoriteten ved parlamentsvalget, og risikoen for en eskalering af den geopolitiske udvikling i området udgør en fortsat risiko.

Polen og Tyrkiet er afdelingens største investeringsområder, og derfor vil den økonomiske og politiske situation i landene og selskabernes indtjeningsudvikling have særlig stor betydning.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Ved indgangen til 2016 er de største landevægte hhv. Polen, Tyrkiet, Ungarn, Rumænien og Tjekkiet, og vi forventer, at disse lande også i 2016 vil udgøre den største 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 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, den politiske udvikling i Polen og Tyrkiet, udviklingen i olieprisen samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Østeuropa ex Rusland

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014		31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	50	11	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	46	1	Indestående i depotselskab	9.429	908
3 Udbytter	10.945	2.809	I alt likvide midler	9.429	908
I alt renter og udbytter	10.949	2.819	Kapitalandele:		
Andre indtægter og omk.:			Not. aktier fra udl. selskaber	360.116	84.067
4 Andre indtægter	0	15	I alt kapitalandele	360.116	84.067
I alt andre indtægter og omk.:	0	15	Andre aktiver:		
5 Kursgevinster og -tab:			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	121	194
Kapitalandele	÷54.171	÷755	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.714	0
Valutakonti	3.306	245	Aktuelle skatteaktiver	752	47
Øvrige aktiver/passiver	12	÷9	I alt andre aktiver	2.587	241
6 Handelsomkostninger	÷112	÷82	Aktiver i alt	372.132	85.216
I alt kursgevinster og -tab	÷50.965	÷600	Passiver		
I alt indtægter	÷40.016	2.234	10 Medlemmernes formue	369.868	85.152
7 Administrationsomkostninger	5.016	1.298	Anden gæld:		
Resultat før skat	÷45.032	935	Skyldige omkostninger	32	64
8 Skat	748	124	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.232	0
Årets nettoresultat	÷45.780	811	I alt anden gæld	2.263	64
Overskudsdisponering			Passiver i alt	372.132	85.216
Overført til udlodning næste år	÷102.266	÷25.268			
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷102.266	÷25.268			
Overført til formuen	56.486	26.079			
I alt disponeret	÷45.780	811			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷28,11	31,11	0,90	1,18	÷0,37
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	÷3,64	2,53	÷7,55
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,70	126,65	121,75	123,19	122,73
Nettoresultat (t.DKK)	÷66.690	46.223	÷1.239	811	÷45.780
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	5,75	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,67	1,73	1,66	1,60	1,66
ÅOP	2,11	2,13	2,02	2,05	1,89
Omsætningshastighed (antal gange)	0,10	0,03	0,05	0,16	0,08
Medlemmernes formue (t.DKK)	170.664	168.814	82.781	85.152	369.868
Antal andele	1.711.737	1.332.957	679.918	691.227	3.013.644
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Østeuropa ex Rusland

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	50	11
I alt renteindtægter	50	11

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	46	1
I alt renteudgifter	46	1

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.945	2.809
I alt udbytter	10.945	2.809

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	0	15
DIREKTE OG INDIREKTE OMKOSTNINGER OG GEBYRER FRATRUKKET I BRUTTO FEE:		
Nettoindtægt ved aktieudlån	0	15

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+54.171	+755
Valutakonti	3.306	245
Øvrige aktiver/passiver	12	+9
Handelsomkostninger	+112	+82
I alt kursgevinster og -tab	+50.965	+600

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+1.128	+148
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.016	66
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+112	+82

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	12	3
Managementhonorar	4.591	0	1.180	0
Fast administrationshonorar	424	0	104	0
I alt opdelte adm.omk.	5.016	0	1.295	3
I alt adm.omkostninger		5.016		1.298

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	748	124
I alt skat	748	124

NOTE 9: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	10.949	2.819	
Ikke refunderbar udbytteskat	+748	+124	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	+682	21	
Kursgevinst til udlodning	+4.791	+5.999	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	+81.727	+616	
Udlodning overført fra sidste år	+25.268	+21.368	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+102.266	+25.267	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	5.016	1.298	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+1.496	+73	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+108.778	+26.639	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+6.512	+1.371	
I alt til rådighed for udlodning, netto	+102.266	+25.268	

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	691.227	85.152	679.918	82.781
Emissioner i året	2.663.813	372.553	90.517	11.287
Indløsninger i året	+341.396	+42.912	+79.208	+9.768
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		855		41
Overførsel af periodens resultat		56.486		26.079
Overført til udlodning næste år		+102.266		+25.268
I alt medlemmernes formue	3.013.644	369.868	691.227	85.152

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	97,4	98,7
I alt finansielle instrumenter	97,4	98,7
Øvrige aktiver og passiver	2,6	1,3
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.



Anvendt regnskabspraksis

Fællesnoter

Årsrapporten for 2015 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2014.

Præsentation af regnskabstal

Tal er i resultatopgørelse, balance og noter præsenteret i hele 1.000 i den aktuelle valuta, som afdelingen eller andelsklassen udarbejdes i. Sumtal er angivet som de faktiske tal afrundet til hele 1.000, hvilket kan medføre afrundingsdifference ved efterregning af sumtal.

Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå periodens indtjening. Dog overføres handelsomkostningerne i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter forårsaget af emission og indløsning i afdelingen til medlemmernes formue.

Aktiver bliver indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis

- og kun hvis - oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

Resultatopgørelsen

Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter. Endvidere indgår nettoindtægten ved repo-aftaler og reverse repo-aftaler.

Aktieudbytter omfatter årets indtjente udbytter.

Andre indtægter og omkostninger

Vederlag fra aktieudlån indgår under »Andre indtægter«

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede kursgevinster og -tab som forskellen mellem dagsværdi på salgstidspunktet og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab bliver opgjort som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. For udlånte aktier opgøres kursgevinster og -tab på samme vis.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres dog til »Medlemmernes formue«. Den sidstnævnte del er opgjort som den andel, provenuet af emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af de samlede handel.

Administrationsomkostninger

»Afdelingsdirekte omkostninger« består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. »Andel af fællesomkostninger« er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue. »Fast administrationshonorar« udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende administration. Administrationshonoraret inkluderer blandt andet udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v.

»Managementhonorar« udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende porteføljerådgivning/-forvaltning samt formidling.

Når en afdeling ejer andele i en anden afdeling, friholdes moderafdelingen for en række betalinger for at undgå dobbeltbetaling for samme ydelse. Der overføres et beregnet beløb i moderafdelingen fra »Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser« til »Administrationsomkostninger«. Denne overførsel svarer til den andel af datterafdelingens administrationsomkostninger, som moderafdelingen indirekte betaler, og som umiddelbart indgår i »Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser«. Dette overførte beløb medtages ikke under administrationsomkostninger, når udlodningen gøres op.

Skat

Skat indeholder udbytteskat og renteskat, der er tilbageholdt i udlandet, og som ikke kan refunderes. Indregningen er baseret på en aktuell vurdering af de enkelte landes skatteregler og praksis.

Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C.

»Til rådighed for udlodning« opgøres således at, i det omfang den pågældende afdeling har indkomst af den

pågældende art, foretager afdelingen udlodning på grundlag af de i regnskabsåret

- indtjente renter samt vederlag for udlån af værdipapirer idet renteudgifter ikke fratrækkes,
- indtjente udbytter fratrukket indeholdt udbytteskat og tillagt tilbageholdt udbytteskat samt låntagers betaling til långiver af dennes manglende udbytte ved aktieudlån,
- realiserede kursgevinster/-tab på kapitalandele (kursgevinster på kapitalandele, som beskattes efter aktieavancebeskatningslovens § 19, beregnes dog efter lagerprincippet),
- realiserede kursgevinster /-tab på obligationer og skatkammerbeviser,
- realiserede kursgevinster/-tab på valutakonti,
- kursgevinster/-tab ved afdelingens anvendelse af afledte finansielle instrumenter, beregnet efter lagerprincippet.

Realiserede tab indgår således i afdelingernes udlodning, hvorved det udlodningspligtige beløb kan blive negativt. Den samlede negative udlodning for en afdeling overføres i så fald til fremførsel i efterfølgende års udlodning.

Inden udlodning fragår afdelingens administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten bliver beregnet som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste 0,10.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

»Overført til udlodning næste år« består af restbeløbet efter nedrundning af »Til rådighed for udlodning«.

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning.

»Overført til udlodning fra sidste år« består af nedrundningen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Ved skattefri fusion indregnes i udlodningen for den fortsættende afdeling renter, udbytter, kursgevinster og administrationsomkostninger optjent i den ophørende afdeling i perioden fra primo året til fusionsdagen.

Balancen

Likvide midler

Likvide midler indeholder indlånskonti i pengeinstitutter, som er til fri disposition. Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Udtrukne obligationer måles til nutidsværdi fastsat til kurs 100 med tilbagediskontering efter individuel vurdering. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. For investeringsbeviser i afdelinger i investeringsforeninger, hvor foreningens administrator har fuld indsigt i sammensætningen af afdelingens underliggende obligationer og kapitalandele (funds of funds), måles disse på basis af ovennævnte målingsprincipper anvendt på de underliggende obligationer og kapitalandele. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen. Obligationer, som indgår i repo-aftale, eller som er solgt på termin, indgår under obligationer. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele.

Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi, og der indgår:

- »Tilgodehavende renter« bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- »Tilgodehavende udbytte« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.
- »Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af provenuet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balan-

cedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Anden gæld« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder:

- »Aktuelle skatteaktiver« bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

Medlemmernes formue

»Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser« består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

»Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning« består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

Anden gæld

»Anden gæld« måles til dagsværdi.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« består af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Andre aktiver« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og tab«.

Afdelinger med andelsklasser

Visse afdelinger udbydes i flere andelsklasser i forskellige valutaer. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Hertil kommer andelsklassernes klassespecifikke transaktioner fra valutaafdækning, bankkonti samt omkostninger.

Der udarbejdes et samlet regnskab for hele afdelingen samt noter til de enkelte andelsklasser.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger og antal andele beregnes for de enkelte klasser. I de tilfælde, hvor en klasse ved etableringen viderefører den pågældende afdeling, vises de for klassen relevante nøgletal med historikken.

Afdelingsfusion

Ved fusion indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den ophørende afdeling til disses dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen tilføres afdelingen i en særlig linje under »Medlemmernes formue«. Der foretages hverken tilpasning af formuen primo i den fortsættende afdeling eller af sammenligningstal i resultatopgørelse, balance og noter.

Nøgletal

Afkast

Beregnes således:

$$\left(\frac{((\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}) / \text{Indre værdi primo året}) - 1}{1} \right) \times 100.$$

Geninvesteret udlodning = Udlodning i kroner pr. andel x Indre værdi ultimo / Indre værdi umiddelbart efter udlodning.

Benchmarkafkast

Benchmarkafkast er en opgørelse af udviklingen i det benchmark (markedsindeks), som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrationsomkostninger.

Indre værdi

Beregnes som Medlemmernes formue/Cirkulerende andele og udtrykker værdien pr. andel.

Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som Foreslået udlodning i pct. + Udbetalt acountudlodning i pct.

Foreslået udlodning i pct. = Foreslået udlodning/Cirkulerende kapital.

Udlodning i kroner pr. andel = Udlodning i pct. x Andelenes størrelse/100.

Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som Administrationsomkostningerne/Medlemmernes gennemsnitlige formue x 100.

Som »Administrationsomkostninger« anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og »Medlemmernes gennemsnitlige formue« er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort dagligt.

ÅOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer: Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau. For at opnå ensretning med ÅOP i Central Investorinformation anvendes fra og med 2012 de aktuelle satser i stedet for de realiserede omkostninger for de afdelinger, der i løbet af året har ændret satser. Sammenligningstal er ikke tilrettede.

Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.

1/7 af det maksimale emissionstillæg som det fremgår af det gældende prospekt.

1/7 af det maksimale indløsningsfradrag som det fremgår af det gældende prospekt.

Omsætningshastighed i antal gange

Opgøres som $\left(\frac{(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg}) / 2}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}} \right)$.

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 » $\left(\frac{(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg})}{2} \right)$ « svarer til handel som følge af porteføljepleje. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under »Administrationsomkostninger i pct.«

Nøgletal for risiko

Disse nøgletal beregnes, på nær Active Share, fra afdelingernes start over en periode på maksimum tre år, dog kun for afdelinger som har eksisteret i mindst 36 måneder. Sharpe Ratio og Standardafvigelse beregnes både for de pågældende afdelinger og deres benchmark. Active Share beregnes på statusdagen.

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

Tracking error er et matematisk udtryk for variationen i forskellen på afkastet mellem en afdeling og dens benchmark.

Information Ratio er et matematisk udtryk for forholdet mellem merafkastet og risikoen af en investeringsportefølje i forhold til et benchmark. Nøgletallet udtrykker, hvor meget ekstraafkast en investor har opnået ved at påtage sig en given risiko i forhold til benchmark.

Active Share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark. Dette nøgletal viser et øjebliksbillede på statusdagen.

Risikoindekatoren er et udtryk for den typiske sammenhæng mellem risikoen ved og afkastmuligheder af investeringen. Placeringen på indikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og små udsving er lig med en lavere risiko. Tallet kan svinge mellem 1 og 7.

Udbytternes skattemæssige fordeling

Afdelingsnavn	Stkstørrelse i kr.	Udbytte i kr. pr. stk.	Kapitalindkomst i kr. pr. stk.	Aktieindkomst i kr. pr. stk.	Skattefri ind- komst i kr. pr. stk
Bioteknologi	100	53,70	-	53,70	-
Danmark	100	45,80	-	45,80	-
Danmark Fokus	100	47,60	-	47,60	-
Danmark Indeks	100	37,30	-	37,30	-
Danmark Indeks Small Cap	100	0,00	-	-	-
Dannebrog Mellemlange Obligationer - a conto	100	1,00	1,00	-	-
Dannebrog Mellemlange Obligationer - restudbytte	100	2,60	1,99	-	0,61
Danske Indeksobligationer	100	8,90	1,53	-	7,37
Danske Korte Obligationer	100	1,70	1,69	-	0,01
Danske Lange Obligationer - a conto	100	1,10	1,10	-	-
Danske Lange Obligationer - restudbytte	100	3,30	3,08	-	0,22
Euro High Yield-Obligationer	100	3,30	3,30	-	-
Euro Investment Grade-Obligationer	100	4,30	4,30	-	-
Europa	100	17,10	-	17,10	-
Europa Fokus	100	0,00	-	-	-
Europa Højt Udbytte	100	22,90	-	22,90	-
Europa Indeks	100	0,00	-	-	-
Europa Indeks BNP	100	0,00	-	-	-
Europa Small Cap	100	84,90	-	84,90	-
Europæiske Obligationer	100	3,00	3,00	-	-
Fjernøsten	100	23,00	-	23,00	-
Fjernøsten Indeks	100	8,90	-	8,90	-
Fonde - a conto	100	0,95	0,95	-	-
Fonde - restudbytte	100	0,90	0,90	-	-
Global Højt Udbytte	100	4,30	-	4,30	-
Global Indeks	100	10,70	-	10,70	-
Global Indeks 2	100	4,10	-	4,10	-
Global Plus	100	0,00	-	-	-
Global StockPicking	100	12,10	-	12,10	-
Global StockPicking 2	100	0,00	-	-	-
Globale High Yield-Obligationer	100	0,00	-	-	-
Globale Lange Indeksobligationer	100	0,00	-	-	-
Globale Mellemlange Indeksobligationer	100	0,00	-	-	-
Globale Virksomhedsobligationer	100	4,00	4,00	-	-
Japan	100	0,00	-	-	-
Kina	100	35,20	-	35,20	-
KlimaTrends	100	19,20	-	19,20	-
Latinamerika	100	0,20	-	0,20	-
Mix Obligationer	100	0,20	0,20	-	-
Norden	100	14,30	-	14,30	-
Norden Indeks	100	10,40	-	10,40	-
Nye Markeder	100	40,00	-	40,00	-
Nye Markeder Indeksobligationer	100	0,70	0,70	-	-
Nye Markeder Obligationer	100	0,00	-	-	-
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	100	0,00	-	-	-
Nye Markeder Small Cap	100	36,20	-	36,20	-
Teknologi	100	0,00	-	-	-
Tyskland	100	14,20	-	14,20	-
Udenlandske Obligationmarkeder	100	2,40	2,40	-	-
USA	100	24,40	-	24,40	-
Østeuropa	100	0,00	-	-	-
Østeuropa ex Rusland	100	0,00	-	-	-

Skemaet viser, hvordan udbytte for 2015 skal behandles skattemæssigt i relation til almindelig opsparing. For pensionsopsparing indgår hele udbyttet i grundlaget for PAL-skat. For selskaber indgår hele udbyttet i selskabsindkomsten.

Udbytte har - på nær accountudbytte - normalt først relevans for selvangivelsen for 2016, idet udbytte først udbetales i 2016.

Foreningens væsentligste aftaler

Fællesnoter

Her beskrives de væsentligste aftaler, som foreningen eller foreningens investeringsforvaltningsselskab på foreningens vegne har indgået pr. 1. januar 2016.

Aftale om administration

Foreningen har indgået aftale med sit investeringsforvaltningsselskab, Danske Invest Management A/S (DIMA), om, at selskabet varetager den daglige ledelse og administration af foreningen i overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter og anvisninger fra foreningens bestyrelse, herunder investeringsrammer for de enkelte afdelinger.

Aftalen indebærer, at DIMA foruden at stå for den løbende drift af foreningen bl.a. kan indgå aftaler med parter i ind- og udland om porteføljerådgivning-/forvaltning vedrørende foreningens afdelinger samt om distribution af foreningsandele.

Som honorar herfor betaler hver afdeling et honorar beregnet ud fra afdelingens gennemsnitlige formue. Honoraret består af to dele: en del (administrationshonorar) som udgør betaling for de løbende driftsomkostninger mv. og depotbankydelsen, og en del (managementhonorar) som udgør betaling for porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling af andele. Begge komponenter beregnes ud fra den enkelte afdelings gennemsnitlige formue. Sætserne fremgår af afdelingernes gældende prospekter, der kan findes på hjemmesiden danskeinvest.com.

Eventuelle yderligere omkostninger til væsentlige, særlige opgaver pålagt af myndigheder, bestyrelsen eller generalforsamlingen betales direkte af den eller de berørte afdelinger.

Aftale om depot og depotbankfunktion

Foreningen har indgået aftale med Danske Bank om, at banken som depotselskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftale om formidling af investeringsbeviser

DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Bank om, at banken varetager formidling af foreningens andele gennem Danske Bank og andre distributører i ind- og udland. Aftalen med Danske Bank indebærer endvidere, at banken via sin investeringslinje yder rådgivning til investorer hjemmehørende i pengeinstitutter, som ikke har indgået formidlingsaftale vedrørende foreningen.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftaler om porteføljerådgivning og -forvaltning m.v.

DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Capital, som er en division af Danske Bank, om ydelse af porteføljerådgivning. Danske Capitals hovedvirksomhed er kapitalforvaltning. Aftalen indebærer, at Danske Capital yder rådgivning til DIMA om transaktioner, som Danske Capital anser for fordelagtige som led i porteføljestyringen. De enkelte forslag til investeringer, som skal ligge inden for de rammer og retningslinjer, der blandt andet er fastsat i den enkelte afdelings investeringspolitik, skal forelægges investeringsforvaltningsselskabets investeringsafdeling, som tager stilling til om og i hvilket omfang, de skal føres ud i livet.

DIMA har endvidere indgået porteføljeforvaltningsaftaler med et antal porteføljeforvaltere. I tilknytning hertil yder Danske Capital birådgivning vedrørende bl.a. udvælgelse og regelmæssig evaluering af porteføljeforvalterne.

Omkostningerne til porteføljerådgivning og -forvaltning afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.



Aftale om prisstillelse i markedet

DIMA har med Danske Bank indgået aftale om, at banken i blandt andet NASDAQ Copenhagens handelssystemer og i bankens strakshandelssystem løbende - med forbehold for særlige situationer - stiller priser for afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftaler om handel med værdipapirer

Et element i aftalerne med Danske Capital er vilkårene for værdipapirhandler i forbindelse med den løbende pleje af de enkelte porteføljer:

Handlerne placeres hos såvel Danske Banks handelsfunktioner som hos andre bankers handelsfunktioner, jf. omtalen under »Omkostninger«.

Handlerne sker til priserne i det professionelle/institutionelle marked i ind- og udland med tillæg respektive fradrag af eventuel kurtag hos brokere, skatter, udenlandske omkostninger, afviklingsgebyrer og lign.

Tilsvarende vilkår gælder ved andre porteføljerådgiveres/-forvalteres gennemførelse af værdipapirhandler.

Handelsomkostningerne - kurtag og eventuelle kursspread m.v. - indgår ikke i afdelingernes årlige administrationsomkostninger, men er typisk et tillæg til prisen ved afdelingernes køb og et fradrag i prisen ved afdelingernes salg af værdipapirer. Beløbene indgår i resultatopgørelsen i kategorien »Kursgevinster og -tab« under posten »Handelsomkostninger«.

Honorarer

Fællesnoter

Revisionshonorar		
Foreningens samlede udgift til revision i 1.000 DKK	2015	2014
Revisionshonorar, Ernst & Young	633	807
Erklæringsopgaver med sikkerhed, Ernst & Young	638	114
Honorar for andre ydelser, Ernst & Young	2.241	2.211
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til Ernst & Young	3.512	3.132

Honorar for andre ydelser omfatter primært honorar for assistance i forbindelse med tilbagesøgning af udbytteskat.

Bestyrelseshonorar		
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar i 1.000 DKK	2015	2014
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar	1.024	894

Bilag

Fællesnoter

Finanskalender 2016

15. marts 2016	Bestyrelsen behandler årsrapporten for 2015, som efterfølgende offentliggøres.
20. april 2016	Ordinær generalforsamling
29. august 2016	Bestyrelsen behandler halvårsrapporten for 2016, som efterfølgende offentliggøres.

Herudover udsender Danske Invest et nyhedsbrev.

På www.danskeinvest.dk offentliggøres hver måned ureviderede beholdningslister, afkastoplysninger, faktasider m.v.

Valutakoder

Euro	EUR
Amerikanske dollar	USD
Britiske pund	GBP
Svenske kroner	SEK
Norske kroner	NOK
Schweiziske franc	CHF
Canadiske dollar	CAD
Japanske yen	JPY
Australske dollar	AUD
New Zealandske dollar	NZD

Kreditvurderingsbureauernes rating-skala

Standard & Poors	Moody's	Kreditkvalitet	Investment/speculative
AAA	Aaa	Højeste kreditkvalitet	Investment grade (høj kreditkvalitet)
AA+	Aa1	Meget høj kreditkvalitet	
AA	Aa2		
AA-	Aa3		
A+	A1	Høj kreditkvalitet	
A	A2		
A-	A3		
BBB+	Baa1	God kreditkvalitet	
BBB	Baa2		
BBB-	Baa3		
BB+	Ba1	Spekulativ	Speculative grade (lav kreditkvalitet)
BB	Ba2		
BB-	Ba3		
B+	B1	Højt spekulativ	
B	B2		
B-	B3		
CCC+	Caa1	Høj udfaldsrisiko	
CCC	Caa2		
CCC-	Caa3		
CC	Ca		
C	C		
D	-	Betalingsstandsning/misligholdt	

Investeringsforeningen
Danske Invest
Parallelvej 17
2800 Kgs. Lyngby

www.danskeinvest.dk
danskeinvest@danskeinvest.com