

A photograph of two men in business suits standing on a modern staircase with glass railings. They are engaged in a conversation, with the man on the left gesturing with his hands. The background shows a building with a light-colored stone or concrete facade.

# Halvårsrapport 2014

Investeringsforeningen  
Danske Invest Select

Danske Invest

# Indhold

Afkast	4
Salg af investeringsbeviser	4
Ændringer og nyheder	4
Investeringsmarkederne i første halvår 2014	8
Evaluering af forventninger til første halvår 2014	11
Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2014	12
Afkast frem til august 2014	14
Risici samt risikostyring	15
Anvendt regnskabspraksis	20
Ledelsespåtegning	21
Afdelingernes ledelsesberetninger og halvårsregnskaber	22
Sådan læser du afdelingernes regnskaber	140

## LÆSEVEJLEDNING

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

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, vi har lagt for afdelingerne. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift af foreningen.

Det hænger også sammen med, at afdelingerne - selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger

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

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

## LÆS OM DE ENKELTE AFDELINGER OG ANDELSKLASSER

- 23 Aktier
- 26 AlmenBolig Mellemlange Obligationer
- 29 Danske Obligationer Allokering
- 32 Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL
- 34 • Danske Obligationer Allokering - Akk., klasse DKK W h
- 37 Danske Obligationer Absolut
- 40 Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko
- 43 Emerging Markets
- 46 Euro Investment Grade Corp. Bonds Restricted
- 49 Europe Focus
- 52 Europe Low Volatility - Accumulating
- 55 Flexinvest Aktier
- 58 Flexinvest Danske Obligationer
- 61 Flexinvest Fonde
- 64 Flexinvest Korte Obligationer
- 67 Flexinvest Lange Obligationer
- 70 Flexinvest Udenlandske Obligationer
- 73 FX - Accumulating KL
- 76 Global
- 79 Global Equity Solution
- 82 Global Equity Solution - Akkumulerende KL
- 84 • Global Equity Solution, klass SEK W
- 87 • Global Equity Solution, klasse NOK W
- 90 • Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W
- 93 Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL
- 95 • Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W
- 98 Global ESG Accumulating KL
- 101 Global Restricted
- 104 Kommuner 4
- 107 Kommuner Europiske Obligationer
- 110 Online Danske Obligationer Indeks
- 112 Online Global Indeks
- 114 Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL
- 116 • PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating, Class A
- 118 • PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating, Class I
- 120 US High Yield Bonds
- 123 US High Yield Bonds - Akkumulerende KL
- 125 • US High Yield Bonds, klass SEK W h
- 128 • US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- 131 • US High Yield Bonds - Akkumulernde, klasse DKK W h
- 134 USA
- 137 USA Low Volatility - Accumulating KL

# Halvårsrapport 2014

## Investeringsforeningen

### Danske Invest Select

#### Afkast

På de nye markeder begyndte året med en vis uro, da væksten aftog betydeligt. Men denne tendens blev vendt i andet kvartal, hvor væksten i især Kina tog til. I USA skuffede væksten ligeledes i begyndelsen af året, men også her tog væksten senere til, og nøgletallene viste sig at blive bedre. Alt i alt lå den globale vækst i første halvår af 2014 på et niveau, der sandsynligvis er det højeste, vi har oplevet, siden 2011. Mod forventning blev der ikke tale om moderate rentestigninger i første halvår af 2014, og de lange renter i både USA og Europa faldt.

Blandt obligationsafdelingerne og deres andelsklasser klarede Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted sig bedst. Afdelingen gav et afkast på 5,20 pct. I den modsatte ende af skalaen lå afdeling Flexinvest Korte Obligationer, som gav et afkast på 0,85 pct.

Aktieafdelingernes og deres andelsklassers afkast varierer fra 10,80 pct. i PP Pension Aktieallok. fond - Accumulating, Class I til 0,79 pct. i afdeling Europe Focus.

Læs mere om udviklingen i de enkelte afdelinger under hver enkelt afdelingsberetning.

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

#### Acontoudbytter

Den 9. oktober udbetaler syv afdelinger under Investeringsforeningen Danske Invest Select acontoudbytte:

AFDELING	ACONTOUDBYTTE I KR. PR. STK.
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	0,90
Danske Obligationer Absolut	1,10
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	0,90
Flexinvest - Lange Obligationer	1,10
Flexinvest Fonde	1,10
Kommuner 4	1,00
Kommuner Europæiske Obligationer	1,50

#### Salg af investeringsbeviser

Formuen i Investeringsforeningen Danske invest Select var pr. 30. juni 2014 85,3 mia. kroner. mod en formue på 67,6 mia. kroner ultimo 2013. Nettosalget af investeringsbeviser beløb sig i 1. halvår til 8,0 mia. kroner. Formueudviklingen er ligeledes påvirket af, at afdelingerne Danske Obligationer Absolut og Danske Obligationer Absolut - Lav risiko er overført fra Investeringsforeningen Profilvest til foreningen med en formue pr. 1. januar 2014 på 8,3 mia. kr.

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

#### Ændringer og nyheder

I løbet af første halvår og i begyndelsen af andet halvår 2014 har vi gennemført en række ændringer i Investeringsforeningen Danske Invest Select.

På forårets generalforsamling blev der vedtaget en ændring for afdeling Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted, således at afdelingen også kan investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i danske kroner. Ændringen træder i kraft i andet halvår 2014.



## ANDELSKLASSER

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

### Nye afdelinger og andelsklasser

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

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

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

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

### Tilpasning af omkostningsstruktur

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

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

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

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

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

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

Dog har enkelte afdelinger og andelsklasser i foreningen på grund af særlige forhold fastholdt den tidligere struktur for omkostninger:

Det gælder følgende afdelinger/klasser: PP Pension Aktieallokeringsfonde – Accumulating KL med klasserne PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A og

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class I samt afdelingerne Danske Obligationer Absolut og Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko.

### Nyt medlem af bestyrelsen

På forårets generalforsamling foreslog bestyrelsen at udvide bestyrelsen med advokat Bo Holve. Med baggrund i Bo Holves erfaring med arbejde for adskillige finansielle institutioner vil han blandt andet kunne bidrage i relation til vurdering og drøftelser af finansielle og juridiske forhold.

Bo Holve er advokat og har blandt andet været ekstern lektor i kapitalmarkedsret ved Aarhus Universitet og underviser i finansieringsret på Handelshøjskolen i Aarhus.

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

## SE VORES ORDBOG

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



# Investeringsmarkederne i første halvår 2014

## Væksten på rette spor

Første halvår af 2014 bød på såvel negative som positive overraskelser i den globale økonomi. Første kvartal var præget af uro, idet væksten i de nye markeder, anført af Kina, aftog betydeligt. Det skabte fornyet usikkerhed om udsigterne for væksten i regionen. Samtidig var væksten i USA langt lavere end forventet, og både erhvervstilliden og jobskabelsen faldt markant. Derimod viste Europa gode takter med en bedring i væksten anført af de tidligere kriselande. Tonen vendte dog i andet kvartal, idet væksten i specielt Kina og USA tog til igen. Erhvervstilliden i Kina steg, og jobskabelsen

accelererede igen i USA, samtidig med at arbejdsløsheden faldt markant. I Europa var væksten nogenlunde stabil, men nogle lande, herunder Frankrig, skuffede.

Efter flere måneder med meget lav inflation reagerede Den Europæiske Centralbank (ECB) med at lempe pengepolitikken yderligere. Overordnet går den globale økonomi dog ud af første halvår med en vækst, der sandsynligvis er den højeste siden 2011.

## Faldende obligationsrenter

Obligationsrenterne i USA begyndte året med en rente på 3 pct. målt på en 10-årig obligation, men renten faldt, da de økonomiske nøgletal begyndte at skuffe. Markedet havde indstillet sig på en stigende rente i forventning om stærk økonomisk vækst samt forventning om, at den amerikanske centralbank (Fed) ville reducere sine opkøb af obligationer. Fed reducerede opkøbet, men sammen med opkøb fra den japanske centralbank var der fortsat tale om en markant forøgelse af likviditeten i markederne. Denne likviditet blev placeret i de globale obligationsmarkeder, som lagde yderligere nedadgående pres på renterne og tvang dele af markedet til at købe længere løbende obligationer. Resultatet var, at renten faldt på de lange obligationer, hvorimod renten på de korte og mellemlange obligationer sluttede halvåret stort set uforandret. Ultimo juni var renten på den 10-årige obligation næsten faldet med en halv renteprocent til 2,5 pct.

Renten i Nordeuropa, som f.eks. i Tyskland, faldt markant som følge af den svage udvikling i inflationen, den rigelige likviditet i markedet, opkøb fra Fjernøsten og forventningerne – der blev indfriet – om fornyet lempelse af pengepolitikken fra ECB. F.eks. faldt renten på den 10-årige tyske obligation fra 1,93 til 1,26 pct. Randmarkederne som f.eks. Spanien og Italien nød godt af den pænere økonomiske vækst i disse lande og en stor investorinteresse på grund af en forholds-mæssig høj rente. Overordnet set fulgte renten i Sydeuropa renteudviklingen i Nordeuropa, men rentespændet overfor bl.a. Tyskland blev indsnævret betydeligt.



## EMERGING MARKETS

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





## KREDITOBLIGATION

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

Danske realkreditobligationer har i første halvår nydt godt af spændingsnævringer og faldende kursudsving, hvilket betyder, at afkastet på danske realkreditobligationer generelt var højere end afkastet på tilsvarende statsobligationer.

### Indeksobligationer nød godt af rentefald

I første halvår af 2014 nød indeksobligationerne godt af det generelle rentefald. I Euroland og Storbritannien faldt inflationen og de langsigtede inflationsforventninger. Dette trak ned i afkastet. I USA faldt inflationen i begyndelsen af året, men i løbet af foråret steg inflationen igen på grund af stigende priser på fødevarer, energi og husleje. I Japan steg inflation markant på grund af en svag yen og afgiftsforhøjelser. For både USA's og Japans vedkommende har inflationsdelen trukket afkastet yderligere op.

### Godt halvår for virksomhedsobligationer

Markederne for virksomhedsobligationer udviklede sig

positivt i første halvår af 2014, med en særligt stærk start i januar. Faldet i de underliggende renter gav et positivt bidrag, men kreditspændene blev også indsnævret yderligere i perioden.

Europæiske investment grade-virksomhedsobligationer med en rating på A eller BBB gav et afkast på 4,7 pct. i første halvår, mens europæiske high yield-virksomhedsobligationer, der har relativt lav kreditværdighed, gav et afkast på 5,0 pct. Den relativt lille forskel på det samlede afkast skyldes den længere rentefølsomhed, som investment grade-obligationer har relativt til high yield-virksomhedsobligationer.

### Obligationer fra de nye markeder i medvind

Efter at have været ude i et alvorligt stormvejr i 2013 kom emerging markets-obligationer – altså obligationer fra de nye markeder – stærkt igen i første halvår af 2014. Det skyldtes bl.a. et højt og attraktivt renteniveau ved indgangen til 2014, en aftagende frygt for konsekvenserne af den varslede ned-



## KREDITSPÆND

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

drosling af centralbankens likviditetsudpumpning i USA og tegn på bedring i de eksterne balancer i flere af de lande, der trak store negative overskrifter i 2013. Resultatet blev, at emerging markets-statsobligationer udstedt i USD, men valutastyrket over for DKK, kom ud af halvåret med et afkast på 8,5 pct., mens emerging markets-statsobligationer udstedt i landenes egne valutaer gav et afkast på 6,4 pct. omregnet til DKK.

### Større stabilitet på valutamarkederne

I første halvår af 2014 var valutamarkederne præget af en større stabilitet end tidligere år. Men der var en tendens til, at valutakurserne bevægede sig delvist tilbage til udgangspunktet. Det var sikkert også et udtryk for, at centralbankerne var mere fokuserede på valutaudviklingen, og ingen af dem ønskede en stærk valuta. Den danske krone blev marginalt styrket overfor euroen, efter at Nationalbanken forhøjede renten, og ECB nedsatte sine renter. Efter et fald på næsten 21 pct. i 2013 genvandt yennen lidt af det tabte og steg med ca. 4 pct. i første halvår. Pundet blev ligeledes styrket ovenpå en stærk økonomisk udvikling og begyndende forventninger om, at Bank of England allerede vil forhøje renten i slutningen af 2014. US-dollar blev styrket

marginalt, hvilket primært skyldes ECB's lempelige pengepolitik. Svenske og norske kroner blev svækket som følge af en forventning om snarlige rentenedsættelser.

### Positive afkast på aktiemarkederne

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 6,79 pct. i første halvår af 2014. Hovedparten af afkastet kom i slutningen af halvåret, idet makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af de positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt de nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

Med afkast på 7,44 pct. i USA, 6,08 pct. i Europa og 6,75 pct. i de nye markeder var det kun japanske aktier, der med et afkast på 1,26 pct. afveg nævneværdigt fra gennemsnittet. I USA og Japan udviklede indtjeningen sig i store træk som forventet, mens indtjeningen i Europa og de nye markeder ikke kunne leve op til forventningerne. I Europa fik aktierne imidlertid støtte fra faldende lange renter og positive forventninger til den fremtidige indtjening.

## Evaluering af forventninger til første halvår 2014

Vores forventning om, at 2014 ville blive det bedste år for den globale økonomi siden 2011, blev indfriet i første halvår 2014 med en global vækst, der sandsynligvis er den højeste siden 2011. Ved årets indgang var vi ikke så positive på de nye markeder. Disse forventning blev indfriet i første kvartal 2014, som var præget af uro, idet væksten i de nye markeder, anført af Kina, aftog betydeligt. Det skabte fornyet usikkerhed om udsigterne for væksten i regionen. Stemningen vendte dog i andet kvartal, idet væksten i specielt Kina tog til igen.

Aktiemarkederne har mere end indfriet vores forventninger om et positivt afkast pga. positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB).

Vores forventning om moderate rentestigninger blev ikke indfriet, da de lange renter i USA og Europa faldt som følge af rigelig likviditet i markedet, opkøb fra Fjernøsten og fornyet lempelse af pengepolitikken fra ECB. Obligationssafdelingerne gav derfor pæne positive afkast, som var højere end forventet. Danske obligationer har tilsvarende mere end indfriet vores forventninger om et positivt

afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked. Forventning om, at globale indeksobligationer ville give højere afkast end almindelig sammenlignelige statsobligationer, blev også indfriet.

Virksomhedsobligationer såvel med lav som høj kreditrisiko mere end indfrie vores forventninger og gav pæne positive afkast som følge af rentefald og indsnævring af kreditspændene. Obligationer fra de nye markeder mere end indfrie vores forventninger om positive afkast som følge af et højt og attraktivt renteniveau ved indgangen til 2014, en aftagende frygt for konsekvenserne af den varselde neddrøsling af centralbankens likviditetsudpumpning i USA og tegn på bedring i de eksterne balancer i flere af de lande, der trak store negative overskrifter i 2013.

US-dollar blev som ventet styrket, hvilket primært skyldtes ECB's lempelige pengepolitik. Det engelske pund blev som forventet styrket ovenpå en stærk økonomisk udvikling. Yennen genvandt noget af tabet fra 2013 og blev styrket, hvor vi havde forventet en yderligere svækkelse.

Med stigninger på hhv. 16,44 pct., 13,46 pct. og 11,41 pct. var det sektorerne forsyning, energi og sundhed, der klarede sig bedst. Forsyningsaktierne fik støtte fra investorernes interesse for aktier med høje udbytter, olieselskaberne af højere oliepriser og gode regnskaber, mens sundhed var præget af mange opkøbstilbud.

Dårligste sektorer blev forbrugsgoder, telekommunikation og industri med afkast på hhv. 2,27 pct., 2,53 pct. og 3,73 pct. Forbrugsgodeselskabernes indtjening blev ramt af den hårde

vinter i USA, telekommunikation af hårdere konkurrence og industri af en fortsat lav investeringsaktivitet og høj prisfastsættelse.

### Godt halvår for det danske aktiemarked

Det danske aktiemarked leverede med 17,3 pct. i første halvår 2014 et højt afkast – også i forhold til europæiske og amerikanske aktiemarked. Generelt steg cykliske aktier mere end defensive, og de små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber.

# Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i andet halvår 2014

## Stabil vækst

Vi forventer fortsat solid vækst i den globale økonomi drevet af de tre primære økonomiske motorer: USA, Europa og Kina. Men bedringen i væksten, som i særdeleshed kom i andet kvartal af 2014, er overstået. Derfor ser vi frem mod en periode med nogenlunde stabil vækst på det nuværende fornuftige niveau. USA vokser omkring 3 pct. Yderligere bedring kræver efter vores mening et stærkere opsving på boligmarkedet. Og grundet bankernes stramme udlånsbetingelser på boligmarkedet samt usikkerheden om den fremtidige regulering af den finansielle sektor, anser vi det som overvejende sandsynligt, at bankerne opretholder deres konservative udlånspolitik overfor husholdningerne.

I Europa er væksten nu tilbage omkring 1.5 pct., hvilket vi anser for det langsigtede holdbare niveau. Højere vækst kræver et mere lånevilligt banksystem. Da bankerne bliver underlagt en omfattende undersøgelse af deres balancer og kapitalbehov af ECB, ser vi ikke et bedre udlånsmiljø før tidligst i 2015.

Endeligt vokser Kina nu efter vores vurdering lidt under 7 pct., hvilket også er på linje med det langsigtede holdbare niveau. Bedringen skyldes, at den økonomiske stramning, der blev igangsat for at dæmpe den overordnede vækst og i særdeleshed aktiviteten på boligmarkedet, er afsluttet. Vi mener ikke, myndighederne vil lempe igen, hvorfor væksten bør holde sig på det nuværende niveau.

Risici til disse forventninger drejer sig først og fremmest om den politiske udvikling i USA. Midtvejsvalget nærmer sig, og flere vigtige finanspolitiske beslutninger skal træffes. Hvis politikerne udviser manglende handlekraft som tidligere, kan det skade væksten. I Kina kan myndighederne vælge at lempe penge- og kreditpolitikken. Hvis det sker, vil væksten stige på den korte bane, men det er uholdbart efter de seneste års alt for høje udlånsvækst, og de kan hurtigt blive tvunget til at stramme igen.

I Europa ser vi banksystemet som den primære risiko mod vores forventning om stabil vækst. Hvis bankerne igen

begynder at gøre det sværere for den private sektor at låne penge, vil det skade opsvinget.

## Ingen forventning om renteforhøjelser

Vi forventer ikke, at Fed vil begynde at forhøje renterne før tidligst i 2015, men Fed forventes at ville fortsætte med at reducere opkøbet af obligationer, så programmet slutter i efteråret 2014. Det vil dog afhænge af den økonomiske udvikling. Renten på de lange obligationer er som nævnt faldet markant i de første seks måneder. Renterne kan godt falde lidt yderligere på kort sigt, men vi forventer, at renten vil ligge lidt højere ved årets udgang, hvis økonomien udvikler sig, som markedet forventer.

I forhold til Europa forventer vi, at ECB vil fortsætte den lempelige pengepolitik, og vi forventer ikke, at ECB vil forhøje renterne før tidligst i 2016. Hvis inflationen ikke begynder at stige, vil ECB formentlig lempe pengepolitikken yderligere – muligvis ved at opkøbe statsobligationer i markedet. Sker det, er det dog mest sandsynligt i 2015. De lange renter i Nordeuropa kan falde lidt yderligere på kort sigt, dels på grund af renteutviklingen i USA, og dels på grund af stor opsparing og likviditet i markedet. I slutningen af året kan renten stige lidt, men på grund af de ovennævnte faktorer, forventer vi et marginalt rentefald. Vi forventer, at der fortsat vil være stor investorinteresse for Sydeuropa og dermed, at der er mulighed for, at rentespændet kan blive indsnævret lidt yderligere. Vi forventer, at spændingsnævningerne på danske realkreditobligationer vil fortsætte i andet halvår, og derfor forventer vi, at realkreditobligationer vil gøre det bedre end danske statsobligationer i andet halvår 2014.

## Stadig lidt bedre afkast på indeks-obligationer

Generelt mener vi, at renterne kan falde lidt over sommeren, men kan stige lidt i slutningen af året. Inflationen er faldet markant i Europa. Med en stigende vækst og centralbanker, der fører en inflationær monetær politik, forventer vi, at inflationen er tæt på bunden. I USA er inflationen allerede begyndt at stige, og med en høj vækst i Storbritannien, er der en risiko for, inflationen også snart begynder at stige der. I Japan skyldes en stor del af inflationen stigende afgifter og

## Udsagn om forventninger

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

vi forventer derfor, at inflationen vil ligge væsentligt lavere til næste år. Generelt forventer vi, at indeksobligationerne vil give et lidt bedre afkast end nominelle obligationer i andet halvår af 2014.

### Fortsat interesse for virksomhedsobligationer

De fundamentale forhold i virksomhederne er fortsat gode. En økonomisk udvikling med lav, men positiv vækst støtter virksomhedernes balancer og indtjening. Lave renter og støtte fra bl.a. ECB betyder også adgang til tilstrækkelig likviditet for både banker og virksomheder det kommende år. Derfor forventer vi kun en meget beskedne stigning i konkursraten fra det nuværende meget lave niveau.

Vi forventer, at der efter en lang periode med faldende underliggende rente og merrente på virksomhedsobligationer i forhold til højt ratede statsobligationer er begrænset potentiale for yderligere indsnævring i andet halvår af 2014. Samtidig forventer vi dog fortsat høj interesse for aktivklassen på baggrund af fundamentalt stærke selskaber og fortsat relativt beskedne afkastmuligheder i alternative obligationsinvesteringer.

### Pæne udsigter for obligationer fra de nye markeder

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien, fortsat lave centralbankrenter og rigelig likviditet forventer vi, at jagten efter merrente vil fortsætte gennem resten af året. I den sammenhæng tror vi, at der vil være specielt stor efterspørgsel efter emerging markets-obligationer, fordi de rente- og afkastmæssigt stadig har et stort efterslæb i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed, samtidig med at de makroøkonomiske udsigter for emerging markets-landene set under ét er blevet forbedret.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende statsrenter i USA og Europa, vurderer vi, at der er basis for pæne positive afkast på emerging markets-obligationer i andet halvår af 2014.

### Yennen svækkes sandsynligvis yderligere

Vi forventer, at US-dollareren vil blive styrket lidt, såfremt de vækstforventninger, der ligger i markedet, bliver opfyldt. Det engelske pund kan blive styrket lidt yderligere, hvis væksten fortsætter, og der fortsat er udsigt til renteforhøjelser. Skotland skal stemme om uafhængighed i efteråret. Det kan skabe nogen usikkerhed om pundet frem til afstemningen og efter afstemningen, hvis der bliver flertal for en løsrivelse. Efter en pause forventer vi, at yennen bliver svækket yderligere i andet halvår på grund af Bank of Japans monetære politik, hvor det ikke er usandsynligt, at de vil udvide deres opkøbsprogram af obligationer.

### Beherskede positive afkast på aktiemarkederne

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den nuværende fornuftige økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

### Moderat positivt dansk aktiemarked

Forventningerne til de danske selskaber for 2014 er en indtjeningsvækst på 44 pct. Den høje vækst skal blandt andet ses på baggrund af kraftige opjusteringer af indtjeningsforventningerne i A.P. Møller-Mærsk og Vestas efter første kvartals-regnskaberne. For 2015 forventes en vækst på 19 pct., og dermed forventes indtjeningen fra selskaberne på den danske børs fortsat at være blandt de hurtigst voksende set i globalt perspektiv. Det danske aktiemarked er prisfastsat på et fair niveau. Vi venter dog fortsat et moderat positivt aktiemarked andet halvår af 2014.

# Afkast frem til august 2014

## AFKASTENE FREM TIL 27. AUGUST 2014

Afdeling	Pct.
Aktier	7,63
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	2,12
Danske Obligationer Allokering	2,72
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL	
• Danske Obligationer Allokering - Akk., klasse DKK W h	2,99
Danske Obligationer Absolut	2,82
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	1,05
Emerging Markets	15,27
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	6,55
Europe Focus	-1,00
Europe Low Volatility - Accumulating	8,66
Flexinvest Aktier	8,45
Flexinvest Danske Obligationer	4,94
Flexinvest Fonde	3,03
Flexinvest Korte Obligationer	0,98
Flexinvest Lange Obligationer	6,60
Flexinvest Udenlandske Obligationer	6,59
FX - Accumulating KL	4,89
Global	9,49
Global Equity Solution	5,26
Global Equity Solution - Akkumulerende KL	
• Global Equity Solution, klass SEK W	8,95
• Global Equity Solution, klasse NOK W	1,94
• Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W	5,29
Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL	
• Global Equity Solution FIN, ossuslaji EUR W	9,54
Global ESG - Accumulating KL	7,86
Global Restricted	7,75
Kommuner 4	3,06
Kommuner Europæiske Obligationer	4,66
Online Danske Obligationer Indeks	5,52
Online Global Indeks	11,37
Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL	
• PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating, Class I	14,62
• PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating, Class A	14,24
US High Yield Bonds	4,58
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL	
• US High Yield Bonds, klass SEK W h	5,35
• US High Yield Bonds, ossuslaji EUR W h	4,86
• US High Yield Bonds - Akkumulerende, klasse DKK W h	4,68
USA	10,91
USA Low Volatility - Accumulating KL	6,04

Skemaet viser afdelingernes afkast i pct. fra 31. december 2013 frem til den 27. august 2014. Opgjort på baggrund af kurser pr. 26. august 2014.

# Risici samt risikostyring

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

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

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

## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

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

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor

lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Danske Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren). Hvis man investerer over en kortere tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer, sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet Central Investorinformation ultimo 2013. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering.

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

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



## Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes porteføljerådgivnings- og -forvaltningsaftaler og instrukser fra foreningens bestyrelse om investeringer, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter som for eksempel valutaterminsforretninger, som anvendes til at reducere valutarisikoen. Desuden har Danske Invest porteføljerådgivere og -forvaltere placeret i udvalgte lokale markeder.

## Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores og vores porteføljerådgiveres og -forvalteres forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold.

Ud fra disse forventninger køber og sælger vi aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med høj usikkerhed.

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

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



Når investeringsstrategien er passiv – også kaldet indeks-baseret – 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

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 porteføljerådgiver og -forvaltere, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

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

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

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

For yderligere oplysninger om de enkelte Danske Invest-afdelinger henvises til de gældende prospekter og central investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan

downloades fra [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk) under produktinformationen om den enkelte afdeling.

## Risikostyring

Lovgivningen fastlægger placeringsregler og retningslinjer for en afdelings/andelsklasses risici og risikostyring. Herudover fastlægger investeringsforeningens bestyrelse rammer for en afdelings/andelsklasses risikoprofil samt identificerer og kvantificerer en afdelings/andelsklasses væsentligste risici.

Bestyrelsen har fastlagt risikoprofilen, herunder angivelse af investeringsområdet samt risikorammerne, for afdelingen/andelsklassen i en bestyrelsesinstruks til direktionen.

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

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

## Generelle risikofaktorer

### Enkeltlande-risiko

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

### Eksposering mod udlandet

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/emerging markets. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, 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 i denne valuta ses i forhold til danske

kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, som systematisk kurssikres mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens investerings-område under den enkelte afdelingsberetning. I afdelinger med andelsklasser kan der være foretaget valutaafdækning mod andet end danske kroner, f.eks. svenske kroner eller euro.

### Selskabsspecifikke forhold

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

### Nye markeder/emerging markets

Begrebet »nye markeder« omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusive Japan, Hongkong

og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktie- og obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådheden 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 kredittkrise i efteråret 1998 og efter terrorangrebene i New York i september 2001 samt under finanskrisen i 2008 og 2009,

kan markederne blive grebet af en slags kollektiv panik, hvorunder investorernes risikoaversion stiger drastisk. Man vil da se de normale udsvingsmønstre i de forskellige finansielle markeder blive afløst af et billede præget af store kursstigninger på likvide, sikre statsobligationer og massive kursfald og kraftigt stigende kursudsving på de mere risikobetonede obligationstyper som lavt ratede virksomhedsobligationer og statsobligationer udstedt eller garanteret af stater med høj kreditrisiko. I disse situationer vil de mere risikable værdipapirtyper tendere til at svinge ens og modsat i forhold til mere risikofrie statsobligationer.

## Særlige risici

### Obligationafdelingerne

#### 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, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, vil det som hovedregel

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

#### Kreditrisiko

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

## Særlige risici

### Aktieafdelingerne

#### Udsving på aktiemarkedet

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

## ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2013. Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk) eller kan bestilles ved at kontakte Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Denne halvårsrapport er i overensstemmelse med gældende praksis ikke revideret af foreningens revisor. Regnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med almindeligt anerkendte regnskabsprincipper.

## LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende halvårsrapport for regnskabsperioden sluttende 30. juni 2014. Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne 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.

København, den 28. august 2014

## DANSKE INVEST MANAGEMENT A/S

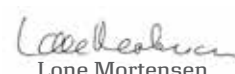
### Direktion



Morten Rasten  
Administrerende direktør

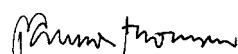


Finn Kjærgård  
Vicedirektør



Lone Mortensen  
Afdelingsdirektør

### Bestyrelse



Jørn Ankær Thomsen  
Formand



Agnete Raaschou-Nielsen  
Næstformand



Lars Fournais



Bo Holse



Birgitte Birch Madsen



Walther V. Paulsen



Jens Peter Toft

# Afdelingernes halvårsregnskaber



## AKTIER

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

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen leverede i første halvår 2014 et afkast på 6,35pct. Afdelingen har intet benchmark, men det globale aktiemarked steg 6,79 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i markedet og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Generelt bidrog samtlige sektorer positivt til afdelingens afkast i første halvår 2014. Især afdelingens store investeringer inden for energisektoren, som steg 13,49 pct. i første halvår, bidrog positivt til afkastet.

På aktieniveau var det især afdelingens investeringer i det amerikanske olieselskab EOG Resources samt de to amerikanske olieserviceselskaber Baker Hughes og Schlumberger, der bidrog positivt til afdelingens afkast.

Modsat blev afdelingens afkast negativt påvirket af dens investeringer i svenske Getinge, der sælger udstyr til sundhedssektoren, den engelske bank Barclays og det tyske software selskab SAP.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne - i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2010
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060177970
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	35,3%
Storbritannien	20,9%
Tyskland	8,3%
Schweiz	7,0%
Holland	6,2%
Øvrige inkl. likvide	22,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,82
Standardafvigelse	11,24

Måleperiode: Maj 2010 til jun. 2014

## AKTIER

Afdelingen har relativt store investeringer inden for sektorerne energi, informationsteknologi og stabilt forbrug. Afkastet på aktier inden for disse sektorer er bl.a. følsomme over for udviklingen i olieprisen, erhvervsinvesteringerne og det private forbrug. Omvendt har afdelingen begrænsede investeringer indenfor materiale-, og industrisektoren. Afkastet på aktier inden for disse sektorer er bl.a. følsomme over for udviklingen i investeringer i infrastruktur og byggeaktivitet samt den globale industriproduktion.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen fastholder sin fokus på kvalitetsselskaber med betydelige investeringer inden for sektorerne energi, informationsteknologi og konsumentvarer. Denne type stabile selskaber foretrækkes, idet de ofte er globalt diversificerede til forskel for de mere lokalt orienterede telekommunikations- og forsyningsselskaber.

Afdelingen har gradvist øget sin eksponering mod mere cykliske sektorer, især forbrugsgoder, idet mange selskaber inden for denne sektor har oplevet modvind på aktiemarkedet, hvilket har givet mulighed for at foretage investeringer i kvalitetsselskaber på attraktive kursniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 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 hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.



# AKTIER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	11.093	3.975
Kursgevinster og tab	54.598	13.652
Administrationsomkostninger	-6.586	-1.910
Resultat før skat	59.104	15.717
Rente- og udbytteskat	-865	-392
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>58.239</b>	<b>15.325</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	43.235	10.257
Kapitalandele 1]	981.256	588.905
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	9.032
Andre aktiver	1.623	498
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.026.114</b>	<b>608.692</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.023.708	595.362
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.117	11.471
Anden gæld	1.290	1.859
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.026.114</b>	<b>608.692</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,8	98,3
Øvrige finansielle instrumenter	4,2	1,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	595.362	219.506
Udlodning fra sidste år	-117.422	-5.864
Emissioner i perioden	542.578	45.800
Indløsninger i perioden	-56.830	-7.826
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.781	156
Periodens resultat	58.239	15.325
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.023.708</b>	<b>267.097</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.023.708	267.097
Antal andele	8.203.991	2.139.880
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,78	124,82
Afkast i DKK [pct]*]	6,35	7,05
Administrationsomk. [pct]*]	0,77	0,77
ÅOP	2,06	1,90

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## ALMENBOLIG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

Investerer i danske realkredit-, kommunekredit- eller statsobligationer, herunder skatkammerbeviser, udstedt i danske kroner med en gennemsnitlig værdighed som mellemlange obligationer. Afdelingen er aktivt styret.

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 1,90 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, som steg 3,36 pct. samt konkurrenter. Afdelingen har dog indfriet vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afdelingens konverterbare realkreditobligationer med høje kuponrenter og tilsvarende lave rentefølsomhed kom godt gennem halvåret med afkast på op til 5 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens overvægt af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Afdelingen havde i halvåret mindre rentefølsomhed end mellemlange danske obligationer, hvilket bidrog negativt til afkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	51,4%
1-3 år	28,7%
3-5 år	6,0%
5-10 år	10,5%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,79
Standardafvigelse	1,76

## ALMENBOLIG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteudviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

## ALMENBOLIG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	2.748	2.651
Kursgevinster og tab	2.749	-1.999
Administrationsomkostninger	-476	-480
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>5.021</b>	<b>171</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	3.768	6.504
Obligationer 1]	263.500	252.606
Andre aktiver	1.866	1.681
<b>Aktiver i alt</b>	<b>269.134</b>	<b>260.791</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	268.993	260.593
Mellemværende vedr. handelsafvikling	61	0
Anden gæld	79	198
<b>Passiver i alt</b>	<b>269.134</b>	<b>260.791</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	97,5
Øvrige finansielle instrumenter	1,4	2,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	260.593	256.444
Udlodning fra sidste år	-2.901	-3.830
Emissioner i perioden	7.469	10.287
Indløsninger i perioden	-1.198	-6.122
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9	28
Periodens resultat	5.021	171
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>268.993</b>	<b>256.978</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	268.993	256.978
Antal andele	2.633.133	2.533.807
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,16	101,42
Afkast i DKK (pct)*]	1,90	0,06
Acontoudlodning	0,90	0,90
Administrationsomk. (pct)*]	0,18	0,18
ÅOP	0,46	0,48

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING

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

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 2,20 pct., mens benchmark steg 2,47 pct. Afdelingens afkast var dog tilfredsstillende i forhold konkurrenter og udviklingen i benchmark. Afdelingen indfriele vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,27 pct. lavere end udviklingen i benchmark. I den positive retning trak en stor overvægt af realkreditobligationer, hvor specielt lange 30-årige konverterbare obligationer kom godt igennem halvåret med afkast på op til 7 pct. Generelt klarede alle realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens overvægt bidrog derfor positivt til afkastet. Den samlede renterisiko var gennem halvåret en anelse mindre end benchmark, hvilket bidrog negativt til merafkastet, da renten mod forventning faldt. Den mindre rentefølsomhed set i forhold til benchmark, var derfor hovedforklaringen på, at afdelingen ikke helt kunne følge trit med benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obli-

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2013
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 3 år
Fondskode: DK0060476539
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	29,6%
1-3 år	39,0%
3-5 år	9,7%
5-10 år	20,0%
Øvrige inkl. likvide	1,7%

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING



gationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

# DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	26.2.-30.06.13
Renter og udbytter	27.085	1.892
Kursgevinster og tab	28.303	-4.115
Administrationsomkostninger	-6.411	-622
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>48.978</b>	<b>-2.844</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	14.992	14.784
Obligationer 1]	2.571.199	1.944.435
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.337	25.653
Andre aktiver	24.109	11.677
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.617.638</b>	<b>1.996.549</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.580.058	1.994.712
Mellemværende vedr. handelsafvikling	36.437	0
Anden gæld	1.143	1.837
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.617.638</b>	<b>1.996.549</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,6	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	26.2.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	1.994.712	0
Udlodning fra sidste år	-27.522	0
Emissioner i perioden	746.240	733.685
Indløsninger i perioden	-183.323	-2.777
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	972	1.069
Periodens resultat	48.978	-2.844
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.580.058</b>	<b>729.133</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.580.058	729.133
Antal andele	25.182.294	7.244.321
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,46	100,65
Afkast i DKK (pct)*]	2,20	0,65
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	2,47	0,05
Administrationsomk. (pct)*]	0,27	0,29
ÅOP	0,59	0,61

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKKUMULERENDE KL



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

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W H

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 33.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 34.

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



## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	8.10.-31.12.13
Renter og udbytter	9.922	890
Kursgevinster og tab	11.786	-1.536
Administrationsomkostninger	-2.383	-307
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>19.324</b>	<b>-954</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.951	22.135
Obligationer 1]	990.801	490.097
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7	40.626
Andre aktiver	8.907	3.495
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.001.666</b>	<b>556.354</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	991.040	556.127
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10.183	0
Anden gæld	443	227
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.001.666</b>	<b>556.354</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	95,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	4,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	8.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	556.127	0
Emissioner i perioden	544.088	556.897
Indløsninger i perioden	-129.194	-464
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	695	647
Periodens resultat	19.324	-954
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>991.040</b>	<b>556.127</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	8.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	991.040	556.127

\*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKKUMULERENDE KL

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h , andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 2,44 pct., mens benchmark steg 2,47 pct. Andelsklassens afkast var dog tilfredsstillende i forhold konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassen indfriele vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var på niveau med udviklingen i benchmark. I den positive retning trak en stor overvægt af realkreditobligationer, hvor specielt lange 30-årige konverterbare obligationer kom godt igennem halvåret med afkast på op til 7 pct. Generelt klarede alle realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og andelsklassens overvægt bidrog derfor positivt til afkastet. Den samlede renterisiko var gennem halvåret en anelse mindre end benchmark, hvilket bidrog negativt til merafkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historisk lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men der kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator (1-7): 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 3 år
Fondskode: DK0060509727
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	29,2%
1-3 år	39,1%
3-5 år	10,2%
5-10 år	19,9%
Øvrige inkl. likvide	1,6%

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKKUMULERENDE KL

Danske realkreditobligationer er fortsat andelsklassens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKKUMULERENDE KL

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h , andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

#### DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	8.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	21.657	-650
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-2.333	-304
<b>Klassens resultat</b>	<b>19.324</b>	<b>-954</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	8.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	556.127	0
Emissioner i perioden	544.088	556.897
Indløsninger i perioden	-129.194	-464
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	695	647
Periodens resultat	19.324	-954
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>991.040</b>	<b>556.127</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	8.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	991.040	556.127
Antal andele	9.606.147	5.522.308
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	103,17	100,71
Afkast i DKK [pct]*]	2,44	0,71
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	2,47	0,49
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,67
ÅOP	0,58	0,70

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT

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

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 2,44 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter samt markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, som steg 2,47 pct. i samme periode. Afdelingen har mere end indfriet vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var på niveau med markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Specielt afdelingens konverterbare realkreditobligationer med høje kuponrenter og tilsvarende lav rentefølsomhed kom godt gennem halvåret med afkast på op til 5 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens høje andel af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Afdelingen havde i halvåret mindre rentefølsomhed end mellemlange danske obligationer, hvilket bidrog negativt til afkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	43,3%
1-3 år	31,0%
3-5 år	20,5%
5-10 år	2,1%
Øvrige inkl. likvide	3,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,22
Standardafvigelse	1,44

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT



Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteudviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

Afdelingen skiftede forening fra Placeringsforeningen Profil Invest til Danske Invest Select pr. 1. april 2014.

# DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	48.034	42.864
Kursgevinster og tab	61.690	-35.042
Administrationsomkostninger	-3.381	-2.965
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>106.343</b>	<b>4.857</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	52.409	4.999
Obligationer 1]	4.404.939	4.705.487
Andre aktiver	33.722	40.715
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.491.070</b>	<b>4.751.200</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	4.366.252	4.749.579
Mellemværende vedr. handelsafvikling	124.711	898
Anden gæld	107	724
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.491.070</b>	<b>4.751.200</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	99,9
Øvrige finansielle instrumenter	1,2	0,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	4.749.579	3.453.799
Udlodning fra sidste år	-48.627	-61.364
Emissioner i perioden	386.213	1.759.891
Indløsninger i perioden	-828.139	-437.246
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	883	3.043
Periodens resultat	106.343	4.857
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.366.252</b>	<b>4.722.980</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.366.252	4.722.980
Antal andele	40.787.473	44.667.822
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,05	105,74
Afkast i DKK (pct)*]	2,44	0,28
Acontoudlodning	1,10	1,10
Administrationsomk. (pct)*]	0,08	0,07
ÅOP	0,18	0,21

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT – LAV RISIKO

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i danske kroner, i et sådant forhold, at beholdningens beregnede varighed er på maksimalt 3 år. Afdelingen er aktivt styret.

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 1,03 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter samt markedsudviklingen for korte danske obligationer, som steg 0,97 pct. i samme periode. Afdelingen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var på niveau med markedsudviklingen for korte danske obligationer. Specielt afdelingens konverterbare realkreditobligationer med høje kuponrenter og tilsvarende lav rentefølsomhed kom godt gennem halvåret med afkast på op til 5 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens høje andel af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Afdelingen havde i halvåret mindre rentefølsomhed end korte danske obligationer, hvilket bidrog negativt til afkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	52,4%
1-3 år	36,4%
3-5 år	9,4%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,86
Standardafvigelse	0,75



## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT – LAV RISIKO

Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for korte danske obligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte danske obligationer blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

Afdelingen skiftede forening fra Placeringsforeningen Profil Invest til Danske Invest Select pr. 1. april 2014.

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT – LAV RISIKO

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	31.215	35.745
Kursgevinster og tab	4.571	-16.743
Administrationsomkostninger	-2.553	-2.568
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>33.233</b>	<b>16.434</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	5.681	7.435
Obligationer 1]	3.471.964	3.501.565
Andre aktiver	24.684	30.012
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.502.329</b>	<b>3.539.012</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.445.202	3.538.480
Mellemværende vedr. handelsafvikling	57.099	0
Anden gæld	28	532
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.502.329</b>	<b>3.539.012</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	99,8
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	3.538.480	3.535.179
Udlodning fra sidste år	-34.685	-34.373
Emissioner i perioden	324.441	299.521
Indløsninger i perioden	-416.981	-86.856
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	715	644
Periodens resultat	33.233	16.434
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.445.202</b>	<b>3.730.549</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.445.202	3.730.549
Antal andele	33.078.011	35.842.348
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,15	104,08
Afkast i DKK (pct)*]	1,03	0,50
Acontoudlodning	0,90	0,90
Administrationsomk. (pct)*]	0,08	0,07
ÅOP	0,18	0,21

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## EMERGING MARKETS

Investorerer hovedsageligt i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,52 pct., mens benchmark steg 6,75 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

Aktiemarkederne i de nye markeder steg i første halvår efter et vanskeligt år i 2013. Samtidig lå disse aktiemarkeder i væsentligt mindre grad efter de udviklede lande, end det var tilfældet sidste år. De større centralbankers fokus på at holde renten lav, heriblandt Fed i USA og ECB i Europa, satte skub i jagten på bedre afkast i de nye markeder samtidig med, at den globale økonomi viste de første spæde tegn på et opsving.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,77 procentpoint højere end afkastet på det de nye aktiemarkeder.

Særligt overvægten af Indien og Tyrkiet bidrog til afdelingens resultat, da begge markeder kom stærkt igen efter større fald. Det indiske marked steg kraftigt, da det liberale BJP blev valgets store sejrherre, og håbet om, at den nye regering vil indføre hårdt tiltrængte reformer satte gang i investeringslysten. Således steg cementselskabet Grasim Industries og dets datterselskab Ultratech på forventningen om, at den nye regerings fokus på infrastruktur vil puste nyt liv i efterspørgslen i branchen. Afdelingens finansaktier HDFC og ICICI Bank klarede sig også godt. Pæn vækst i udlån til privatkunder opvejede et mere trykket erhvervslånemarked for HDFC, mens forventningen om en økonomisk vending efter valget var godt for ICICI Bank.

Afdelingens undervægt af Kina og Korea gav også et positivt bidrag til det relative resultat. Korea klarede sig dårligere end resten af regionen. Kina blev påvirket af usikkerheden om en vækstafmatning og et svækket ejendomsmarked. Samtidig gav aktievalget i begge lande positive bidrag.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### LANDEFORDELING

Brasilien	14,9%
Indien	12,8%
Hong Kong	10,0%
Mexico	7,5%
Syd Korea	6,1%
Øvrige inkl. likvide	48,7%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	13,87
Tracking error	4,69
Information Ratio	0,75
Jensen Alpha	0,42
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	14,28
Active share	89,73

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EMERGING MARKETS

Modsat trak den svage udvikling i afdelingens aktieposter i Brasilien og Mexico fra i det relative resultat. Brasiliens store mineselskab Vale blev ramt af faldende priser på jernmalm, og et aftagende indenlandsk forbrug tyngede det mexicanske tapperi FEMSA, som også driver detailbutikker.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Der er fortsat tvivl om styrken i den globale økonomiske vækst, selvom vi har set tegn på et opsving. Der er fortsat usikkerhed om Feds pengepolitik. Hvis Fed hæver renten, før markedet venter det, kan det skabe fornyet pres på aktivpriserne i de nye markeder, herunder i afdelingens aktier. Dette gælder især lande som Indien eller Tyrkiet, der anses for at være sårbare i forhold til et skift i den globale likviditet. I begge disse lande har vi en overvægt.

Tilsvarende kan de kommende valg i en række lande og politiske konflikter i visse udviklingslande skabe vedvarende nervøsitet blandt investorerne. For eksempel kan øget uro i Irak få olieprisen til at stige, og inflationspres kan hæmme væksten blandt olieimporterende lande som bl.a. Indien. På sektorniveau vil en uventet ændring i renteutviklingen i forskellig grad påvirke afdelingens store eksponering mod den finansielle sektor. En ændring vil tilgodesee bankerne mest, mens det vil påvirke ejendomsselskaberne mindre positivt, fordi låneomkostningerne vil reducere boligejernes appetit på flere realkreditlån.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på de nye markeder i resten af 2014. Udviklingen ser ud til at vende til de nye markeds fordeler efter det vanskelige år i 2013 bl.a. i takt med, at den rigelige likviditet fra centralbankerne har sat skub i jagten på bedre afkast i de nye markeder. Kina har

signaleret, at man har til hensigt at indlede en omfattende omstrukturering. I Mexico har ny lovgivning liberaliseret arbejdsmarkedet og forbedret uddannelsessektoren, og præsident Pena Nietos øvrige centrale tiltag om at indføre konkurrence i energi- og telekommunikationssektorerne ventes at skabe markante forandringer i landets økonomi, hvis de implementeres fuldt ud. Dog kan den fortsat ujævne økonomiske fremgang og de øgede politiske spændinger i forskellige udviklingslande lægge en dæmper på investorerens entusiasme.

Afdelingens strategi er uændret at fokusere på grundlæggende sunde selskaber med evnen til at komme styrket igennem den nuværende afmatning. Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Afdelingens eksponering mod den finansielle sektor, som repræsenterer økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave penetration af finansielle produkter. Samtidig bør afdelingens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da disse træk formentlig ikke ændrer sig på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 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 hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## EMERGING MARKETS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	108.222	111.298
Kursgevinster og tab	492.911	-614.812
Administrationsomkostninger	-53.984	-59.475
Resultat før skat	547.150	-562.990
Rente- og udbytteskat	-11.831	-9.439
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>535.319</b>	<b>-572.429</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	86.960	70.403
Kapitalandele 1]	7.547.048	6.315.276
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.894	0
Andre aktiver	21.542	9.019
<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.658.444</b>	<b>6.394.697</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	7.625.081	6.375.420
Mellemværende vedr. handelsafvikling	19.031	0
Anden gæld	14.332	19.278
<b>Passiver i alt</b>	<b>7.658.444</b>	<b>6.394.697</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	98,9
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	1,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	6.375.420	7.761.453
Udlodning fra sidste år	-337.470	-362.525
Emissioner i perioden	1.523.830	409.919
Indløsninger i perioden	-479.897	-272.246
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	7.878	2.256
Periodens resultat	535.319	-572.429
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>7.625.081</b>	<b>6.966.428</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	7.625.081	6.966.428
Antal andele	233.699	209.214
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	32.627,79	33.298,10
Afkast i DKK [pct]*]	7,52	-7,32
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,75	-8,31
Administrationsomk. [pct]*]	0,78	0,77
ÅOP	1,86	1,82

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## EURO INVESTMENT GRADE CORP BONDS RESTRICTED

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

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

### Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i virksomheds- og kreditobligationer udstedt i euro. Herudover kan afdelingen investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 5,20 pct., mens benchmarket steg med 4,70 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkur-

renter. I overensstemmelse med vores forventning gav virksomhedsobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

I første halvår kørte kreditspændene ind med 0,14 procentpoint. Trenden har været relativt stabil, bortset fra januar, hvor kreditspændene kørte en smule ud primært drevet af nye markeder. Dette var dog kortvarigt, og blev hurtigt afløst af større risikoappetit i markedet, hvilket gjorde, at februar blev måneden, hvor kreditspændene kørte mest ind. Kreditspænd dækker over renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

I juni åbnede ECB op for en større likviditetstilførsel til de europæiske banker, primært drevet af en for lav vækst, som forsøges understøttet ved at give bankerne lukrative lånevilkår, mod at pengene lånes ud til den ikke-finansielle private sektor.

Den lempelige pengepolitik gav anledning til faldende lange renter på trods af, at den globale vækst er på vej op. Især har Sydeuropa nydt godt af de forbedrede konjunkturer, og både statsrenter og kreditspændene er faldet relativt mere i regionen end i det øvrige Europa.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,50 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Den største bidragsyder til merafkastet kom fra papirvalget, ligesom den højere risiko i afdelingen i forhold benchmark har bidraget positivt. På den negative side har bidraget fra sektorallokeringen trukket merafkastet ned. Inden for papirvalget kom det største enkeltbidrag fra tyske Wuerttembergische Lebensversicherung. Herudover var der ikke nogle enkeltudstedere, som bidrog markant til merafkastet, men mere en større del af porteføljen som gav små positive bidrag til merafkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den største risiko for kreditmarkedet er, at renten er historisk lav, og derfor på et tidspunkt forventes at stige, hvilket vil

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	13,2%
1-3 år	27,2%
3-5 år	22,5%
5-10 år	35,8%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,49
Standardafvigelse	4,85
Tracking error	0,89
Information Ratio	1,12
Jensen Alpha	0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	1,44
Standardafvigelse (benchm.)	4,32

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EURO INVESTMENT GRADE CORP BONDS RESTRICTED

få en negativ indvirkning på afkastet på virksomhedsobligationer. Til trods for at Europa stadig kæmper med lav vækst og ikke er så langt fremme i vækstcyklen som USA, er det svært at se de europæiske renter afkoble sig fra en større rentestigning i USA.

Afdelingen har en relativ stor eksponering mod efterstillede obligationer inden for forsikring og banker samt til dels inden for forsyningsvirksomhed og industri. Da efterstillede obligationer generelt er mere følsomme over for ændringer i investorerens risikoaversion end almindelige ikke-efterstillede obligationer, vil en større stigning i investorerens risikoaversion alt andet lige kunne ramme afdelingens afkast ekstra hårdt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer, at der er basis for et positivt, omend relativt beskæmt afkast i det europæiske marked for virksomhedsobligationer i andet halvår af 2014. Det beror på en forventning om uændret niveau af kreditspændene kombineret med en moderat stigning i de underliggende statsrenter.

Den svage vækst, lave renter og rigelige likviditet for større virksomheder er fortsat en god cocktail for kreditmarkedet, og med udsigten til svag vækst i en længere periode forventer vi, at virksomheder fortsat vil være forsigtige og værne om deres kreditvurdering. Men vi venter også, at de i stigende grad vil balancere deres strategi mellem at tilgodese både aktionærer og kreditorer.

I takt med at de økonomiske udsigter forbedres, forventer vi, at virksomhederne vil nedbringe deres store likviditetsreserver, øge investeringerne og i højere grad end tidligere være tilbøjelige til at øge udbyttebetalingen til aktieinvestorerne. Men vi mener fortsat, at det er for tidligt i den europæiske vækstcykel til, at virksomhederne generelt slår over i en mere aggressiv gældfinansieret opkøbsstrategi.

Vi har set en moderat stigning i europæisk M&A-aktivitet (Mergers and Acquisitions) inden for især telekommunikationssektoren, men også andre sektorer. Indtil nu har finansieringen generelt været struktureret konservativt og ikke på bekostning af virksomhedernes kreditkvalitet. Vi forventer

en fortsat stigende M&A-aktivitet, men vi forventer ikke, at det vil medføre en generel udvidelse i kreditspændene i den kommende periode.

Udbudsforholdene for virksomhedsobligationer er fortsat positive. Udstedelsesaktiviteten var stor i både første og andet kvartal, men store indfrielse af obligationslån holdt nettoudstedelsen på et lavt niveau.

På baggrund af de lave kreditspænd og begrænset potentiale for indsnævring af kreditspænd, nedbragte vi porteføljens risiko både i første og andet kvartal. Men porteføljen har fortsat en højere risiko end benchmarket i kraft af en relativt højere andel af højtforrentede, efterstillede obligationer inden for banker, forsikring og forsyningsvirksomhed.

Vi er stadig komfortable med porteføljens højere risiko end markedet. Selvom vi ikke tror på nævneværdige spændindsnævninger, så forventer vi heller ikke, at vi vil se markante spændudvidelser, hvorfor den løbende mer-rente på virksomhedsobligationer vil drive merafkastet i den resterende del af året. Derudover vil papirvalget også vil være afgørende for merafkastet, og vi har stadig stor fokus på valget af de enkelte obligationer, hvilket gør, at vi fortsat er meget selektive med hensyn til, hvilke virksomheder vi vælger at investere i.

Vi tror fortsat, at de højere forrentede, efterstillede virksomhedsobligationer vil give de højeste afkast, og på den baggrund fastholder vi afdelingens overvægt i disse inden for banker, forsikring samt til dels indenfor industri og forsyningsvirksomhed. Det betyder, at vi bibeholder en lidt højere risiko i afdelingen relativt til benchmark.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

# EURO INVESTMENT GRADE CORP BONDS RESTRICTED

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	19.210	30.980
Kursgevinster og tab	38.227	-21.473
Administrationsomkostninger	-3.922	-5.708
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>53.514</b>	<b>3.798</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	7.437	57.076
Obligationer 1]	631.817	1.351.615
Afledte finansielle instrumenter	444	305
Andre aktiver	9.536	25.805
<b>Aktiver i alt</b>	<b>649.234</b>	<b>1.434.801</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	646.762	1.429.034
Afledte finansielle instrumenter	34	3.466
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.007	0
Anden gæld	432	2.300
<b>Passiver i alt</b>	<b>649.234</b>	<b>1.434.801</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,2	3,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	1.429.034	1.664.171
Udlodning fra sidste år	-59.188	-84.793
Emissioner i perioden	61.244	174.483
Indløsninger i perioden	-839.775	-371.457
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.931	1.539
Periodens resultat	53.514	3.798
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>646.762</b>	<b>1.387.742</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	646.762	1.387.742
Antal andele	69.343	152.168
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	9.326,99	9.119,80
Afkast i DKK (pct)*]	5,20	0,04
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	4,70	0,07
Administrationsomk. (pct)*]	0,37	0,37
ÅOP	0,95	0,98

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.



## EUROPE FOCUS

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

### Risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på markedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 0,79 pct., mens benchmark steg 6,08 pct. Afdelingens afkast var såle-

des ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,08 pct. i første halvår 2014. Indtjeningen voksede mindre end forventet i første halvår, så kursstigningerne afspejler en højere prisfastsættelse drevet af de faldende lange renter, ekspansive pengepolitiske tiltag fra den europæiske centralbank og en tro på, at den stærkere økonomiske vækst vil føre til en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Afkastudviklingen var meget stabil i slutningen af perioden, hvorimod nervøsitet for væksten i Kina og konflikten mellem Rusland og Ukraine gav lidt større udsving på markederne i starten af året.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 5,29 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det lave afkast i forhold til benchmark kan især tilskrives væsentlige negative bidrag fra en række enkeltaktier. Blandt de aktier, der bidrog negativt, kan nævnes tyske Adidas, som har en væsentlig forretning i Østeuropa og Rusland, schweiziske Sulzer, der annoncerede skuffende forventninger til 2014 resultatet, samt franske Vallourec, som i juni måtte nedjusterede forventningerne til hele 2014. Omvendt var det franske teleselskab Iliad, samt de to medicinalsselskaber Novo Nordisk og Grifols blandt de bedste aktier.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne - i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst,

### AFDELINGENS PROFIL

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

### BRANCHEFORDELING

Industri	30,1%
Forbrugsgoder	20,3%
Sundhedspleje	13,1%
Materialer	11,7%
Energi	7,7%
Øvrige inkl. likvide	17,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,02
Standardafvigelse	13,54
Tracking error	5,62
Information Ratio	0,31
Jensen Alpha	0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	0,97
Standardafvigelse (benchm.)	12,41
Active share	92,87

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPE FOCUS

især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkedene.

Afdelingens største overvægt er aktier inden for forbrugsgoder og industri, hvor vi har investeret i en række selskaber med stærke globale positioner. Disse selskaber nyder godt af den generelle velstandsstigning hos befolkningerne i Asien, Latinamerika og andre nye markeder. En væsentlig afmatning i disse lande vil kunne påvirke kursudviklingen på disse aktier negativt. Afdelingens største undervægte er inden for finans og forsyning, hvor vi fortsat har svært ved at finde interessante investeringer. En stærk udvikling indenfor disse sektorer vil også ramme afdelingens relative afkast negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkedene i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingens største overvægt er aktier i sektorerne industri og forbrugsgoder, hvor en global robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst, samt selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsevnen. Vi er undervægtet i selskaber på tværs af sektorer, som er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Det gælder f.eks. aktier i de sydeuropæiske lande, herunder banker, men også aktier i øvrige lande inden for forsyning og telekommunikation, hvor vi vurderer, at risikoafkast-forholdet ikke er gunstigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 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 hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## EUROPE FOCUS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	17.136	16.362
Kursgevinster og tab	-1.084	-6.634
Administrationsomkostninger	-7.259	-6.208
Resultat før skat	8.793	3.519
Rente- og udbytteskat	-1.551	-1.637
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>7.242</b>	<b>1.882</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	33.687	33.564
Kapitalandele 1]	866.044	861.297
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.008	0
Andre aktiver	5.600	5.196
<b>Aktiver i alt</b>	<b>907.339</b>	<b>900.056</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	900.730	896.584
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.402	0
Anden gæld	1.207	3.473
<b>Passiver i alt</b>	<b>907.339</b>	<b>900.056</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,3	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	3,7	3,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	896.584	760.663
Emissioner i perioden	53.361	74.569
Indløsninger i perioden	-56.786	-45.491
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	329	435
Periodens resultat	7.242	1.882
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>900.730</b>	<b>792.057</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	900.730	792.057
Antal andele	65.314	64.253
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	13.790,76	12.327,17
Afkast i DKK (pct)*]	0,79	0,51
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,08	3,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,79	0,80
ÅOP	1,91	1,94

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Europa. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

### Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på markedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,64 pct. målt i EUR. Afdelingen har ikke et benchmark, men afkastet var meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen blandt konkurrenter og det europæiske marked, der steg 6,08 pct. målt i EUR. Afkastet har desuden indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,08 pct. i første halvår 2014. Indtjeningen voksede mindre end forventet i første halvår, så kursstigningerne afspejler en højere prisfastsættelse drevet af de faldende lange renter, ekspansive pengepolitiske tiltag fra den europæiske centralbank og en tro på, at den stærkere økonomiske vækst vil føre til en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Afkastudviklingen var meget stabil i slutningen af perioden, hvorimod nervøsiteten for væksten i Kina og konflikten mellem Rusland og Ukraine gav lidt større udsving på markederne i starten af året.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen gav et afkast på 7,64 pct. Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast.

Afdelingen har været investeret i defensive aktier med små kursudsving som følge af investeringsstrategien. Strategien har i første halvår 2014 bidraget positivt til afkastet sammenlignet med det europæiske aktiemarked.

Aktieudvælgelsen inden for forsikring har ligeledes bidraget positivt til afkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen resten af 2014

Vi er som følge af afdelingens strategi undervægtet i aktier med store kursudsving og forventer fortsat at være det i andet halvår 2014.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

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

### BRANCHEFORDELING

Konsumentvarer	18,3%
Finans	17,8%
Sundhedspleje	17,6%
Telekommunikationsserv	9,9%
Forsyning	9,4%
Øvrige inkl. likvide	27,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,21
Standardafvigelse	8,67

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

Afdelingen vil tilstræbe at afspejle det Europæiske investeringsunivers samtidigt med, at risikoen minimeres mest muligt. Der forventes dog at være afvigelser på sektorniveau sammenholdt med det europæiske marked. Årsagen er, at der er store forskelle i selskabernes karakteristika. En del af strategien er at udnytte disse forskelle, så risikoen minimeres. Det afspejler sig i afdelingens aktievalg og sammensætning.

Investeringsprocessen er i overvejende grad baseret på en matematisk model, hvor afkast-, inflations- og makroforventninger alene indgår indirekte via modellens estimationsmetodik. Der indgår således ikke afkastforventninger direkte i forbindelse med aktievalg og sammensætning af porteføljen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen følger en strategi, som i altovervejende grad er defineret ved en matematisk model. Der investeres bredt, og det tilstræbes, at sektorfordelingen ikke afviger for meget (+/- 5 procentpoint) i forhold til MSCI Europa. Der indgår ikke afkastforventninger for enkeltaktier i den anvendte model, men alene risikoestimer.

Afdelingens afkast kan afvige væsentligt fra det europæiske marked, særligt pga. den defensive investeringsstrategi. Det må forventes, at afdelingen stiger mindre end det europæiske marked, når dette stiger – og omvendt at afdelingen falder mindre, når det europæiske marked falder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et mindre afkast end markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – blandt andet afhængigt af hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	4.448	2.963
Kursgevinster og tab	6.185	717
Administrationsomkostninger	-834	-802
Resultat før skat	9.799	2.879
Rente- og udbytteskat	-79	-326
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>9.720</b>	<b>2.553</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	477	907
Kapitalandele 1]	136.076	127.205
Andre aktiver	1.049	622
<b>Aktiver i alt</b>	<b>137.602</b>	<b>128.733</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	137.460	128.372
Anden gæld	141	361
<b>Passiver i alt</b>	<b>137.602</b>	<b>128.733</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	2,3	0,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	128.372	124.774
Indløsninger i perioden	-633	-10.232
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1	22
Periodens resultat	9.720	2.553
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>137.460</b>	<b>117.118</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	137.460	117.118
Antal andele	125.439	127.263
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	146,99	123,38
Afkast i DKK [pct]*]	7,64	2,18
Administrationsomk. [pct]*]	0,63	0,66
ÅOP	1,38	1,45

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## FLEXINVEST AKTIER

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

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 6,30 pct., mens benchmark steg 7,70 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,40 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Europa var i begyndelsen af året overvægtet, men i takt med, at indtjeningsudviklingen skuffede, blev vægten i europæiske aktier reduceret. Omvendt var afdelingen undervægtet i japanske aktier ved årets begyndelse, men mod slutningen af halvåret valgte vi at øge andelen af japanske aktier, så afdelingen nu er overvægtet. Inden for Europa har Tyskland været overvægtet hele året, hvilket bidrog negativt til afkastet. Aktieudvælgelsen inden for Europa var meget negativ og forklarer størstedelen af afdelingens dårlige resultat i perioden.

Japan bidrog positivt til afkast, både gennem aktieudvælgelsen, hvor vi fokuserede på eksportselskaber, og allokeringen, hvor vi undervægtede japanske aktier i hovedparten af halvåret. I årets løb har der været investeret i nye markeder, som ikke indgår i benchmark, hvilket bidrog marginalt positivt til afkastet.

De sektorer, som bidrog positivt, var telekommunikation og sundhed, mens særligt energi bidrog negativt. Inden for energisektoren var det enkelte olieserviceselskabers skuffende resultater, som trak ned.

Blandt de aktier, som bidrog mest, var Novo Nordisk, Iliad og Vestas. Blandt de aktier, som trak mest ned i afkastet, var Sulzer, Adidas og SAP.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060051605
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Danmark	34,2%
USA	19,4%
Tyskland	7,6%
Japan	7,2%
Storbritannien	7,2%
Øvrige inkl. likvide	24,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,21
Standardafvigelse	11,00

## FLEXINVEST AKTIER



### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

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

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

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



# FLEXINVEST AKTIER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	254.939	138.694
Kursgevinster og tab	475.846	297.413
Administrationsomkostninger	-75.119	-49.192
Resultat før skat	655.667	386.915
Rente- og udbytteskat	-7.972	-10.037
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>647.694</b>	<b>376.878</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	426.724	205.838
Kapitalandele 1]	11.887.983	8.957.319
Mellemværende vedr. handelsafvikling	44.361	9.721
Andre aktiver	28.202	19.249
<b>Aktiver i alt</b>	<b>12.387.270</b>	<b>9.192.127</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	12.168.236	9.185.315
Mellemværende vedr. handelsafvikling	204.650	0
Anden gæld	14.383	6.812
<b>Passiver i alt</b>	<b>12.387.270</b>	<b>9.192.127</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,5	97,7
Øvrige finansielle instrumenter	3,5	2,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	9.185.315	7.564.674
Udlodning fra sidste år	0	-54.175
Emissioner i perioden	2.490.472	533.844
Indløsninger i perioden	-163.101	-2.396.580
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	7.856	7.507
Periodens resultat	647.694	376.878
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>12.168.236</b>	<b>6.032.148</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	12.168.236	6.032.148
Antal andele	95.092.388	55.674.311
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	127,96	108,35
Afkast i DKK (pct)*]	6,30	5,99
Administrationsomk. (pct)*]	0,86	0,84
ÅOP	1,87	1,83

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2014« 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 en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,89 pct., mens markedsudviklingen for statsobligationer steg 3,26 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen for statsobligationer samt konkurrenter. Afdelingens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, og merafkastet skyldes en gunstig udvikling i markedet for danske realkreditobligationer.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,63 procentpoint højere end markedsudviklingen for statsobligationer. Specielt afdelingens lange 30-årige konverterbare realkreditobligationer kom godt gennem halvåret med afkast på godt 7 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens overvægt af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Afdelingen var gennem halvåret forsigtig investeret med en lavere renterisiko en markedet generelt. Dette bidrog negativt til merafkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	7,4%
1-3 år	25,0%
3-5 år	28,9%
5-10 år	37,7%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,46
Standardafvigelse	2,97

## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for statsobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for statsobligationer blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

# FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	48.842	48.247
Kursgevinster og tab	105.969	-64.024
Administrationsomkostninger	-14.400	-14.308
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>140.411</b>	<b>-30.085</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	5.951	1.427
Obligationer 1]	3.788.796	3.534.961
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.623	1.414
Andre aktiver	42.913	42.584
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.841.282</b>	<b>3.580.387</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.836.313	3.571.038
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.528	2.842
Anden gæld	2.441	6.506
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.841.282</b>	<b>3.580.387</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	100,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	3.571.038	3.487.027
Udlodning fra sidste år	-88.063	-172.612
Emissioner i perioden	321.234	512.939
Indløsninger i perioden	-108.748	-116.343
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	441	1.141
Periodens resultat	140.411	-30.085
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.836.313</b>	<b>3.682.068</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.836.313	3.682.068
Antal andele	37.734.207	36.968.295
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,67	99,60
Afkast i DKK [pct]*]	3,89	-0,81
Administrationsomk. [pct]*]	0,39	0,39
ÅOP	0,81	0,85

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## FLEXINVEST FONDE

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

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 2,88 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter samt markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, som steg 2,47 pct. i samme periode. Afdelingen har mere end indfriet vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,41 procentpoint højere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Specielt afdelingens konverterbare realkreditobligationer med høje kuponrenter og tilsvarende lav rentefølsomhed kom godt gennem halvåret med afkast på op til 5 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens høje andel af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Afdelingen havde i halvåret mindre rentefølsomhed end mellemlange danske obligationer, hvilket bidrog negativt til merafkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	47,0%
1-3 år	14,9%
3-5 år	24,9%
5-10 år	4,8%
Øvrige inkl. likvide	8,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,75
Standardafvigelse	1,57

## FLEXINVEST FONDE



Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien. Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt. Frem imod slutningen af året forventer vi et lavt, men dog positivt afkast på obligationer. Vi forventer at fastholde vores nuværende strategi, hvor vi har fokus på lav renterisiko og højt udbytte.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteudviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

# FLEXINVEST FONDE

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	6.737	2.280
Kursgevinster og tab	8.669	-3.302
Administrationsomkostninger	-1.919	-597
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>13.487</b>	<b>-1.618</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	32.641	1.198
Obligationer 1]	565.399	423.052
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	263
Andre aktiver	4.256	3.616
<b>Aktiver i alt</b>	<b>602.296</b>	<b>428.128</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	551.939	427.377
Mellemværende vedr. handelsafvikling	50.005	37
Anden gæld	352	714
<b>Passiver i alt</b>	<b>602.296</b>	<b>428.128</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,5	99,7
Øvrige finansielle instrumenter	5,5	0,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	427.377	64.680
Udlodning fra sidste år	-6.927	-3.062
Emissioner i perioden	123.671	215.580
Indløsninger i perioden	-5.786	-6.398
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	117	440
Periodens resultat	13.487	-1.618
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>551.939</b>	<b>269.621</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	551.939	269.621
Antal andele	5.327.568	2.638.605
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,60	102,18
Afkast i DKK [pct]*]	2,88	0,17
Acontoudlodning	1,10	1,00
Administrationsomk. [pct]*]	0,39	0,39
ÅOP	0,82	0,87

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

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

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

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

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 0,85 pct., og set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte statsobligationer, der steg 0,26 pct., var afkastet tilfredsstillende. Afdelingens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast og det høje afkast set i forhold til markedsudviklingen skyldes en gunstig udvikling i markedet for danske realkreditobligationer.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,59 procentpoint højere end markedsudviklingen for korte statsobligationer. Specielt afdelingens konverterbare realkreditobligationer med høje kuponrenter og tilsvarende lav rentefølsomhed kom godt gennem halvåret med afkast på op til 5 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens store overvægt af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Selvom afdelingen blev negativt påvirket af en lav renterisiko, da renten mod forventning faldt, blev dette mere end opvejet af et højt afkast på realkreditobligationerne.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060051282
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	41,0%
1-3 år	50,7%
3-5 år	7,1%
5-10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,03
Standardafvigelse	1,01



## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for korte statsobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte statsobligationer blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	188.210	178.444
Kursgevinster og tab	14.811	-99.766
Administrationsomkostninger	-54.376	-51.468
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>148.644</b>	<b>27.210</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	14.395	157.221
Obligationer 1]	17.662.003	18.030.380
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.916	12.802
Andre aktiver	152.711	175.350
<b>Aktiver i alt</b>	<b>17.836.025</b>	<b>18.375.753</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	17.754.834	18.353.213
Mellemværende vedr. handelsafvikling	72.342	0
Anden gæld	8.850	22.540
<b>Passiver i alt</b>	<b>17.836.025</b>	<b>18.375.753</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,9	99,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	18.353.213	14.698.352
Udlodning fra sidste år	-252.147	-299.787
Emissioner i perioden	1.836.729	4.370.194
Indløsninger i perioden	-2.335.780	-1.354.424
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	4.175	8.621
Periodens resultat	148.644	27.210
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>17.754.834</b>	<b>17.450.166</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	17.754.834	17.450.166
Antal andele	173.327.693	170.521.123
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,44	102,33
Afkast i DKK [pct]*]	0,85	0,17
Administrationsomk. [pct]*]	0,30	0,30
ÅOP	0,64	0,66

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2014« 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 en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 4,83 pct., mens markedsudviklingen for lange stats- og realkreditobligationer steg 4,63 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til markedsudviklingen for lange stats- og realkreditobligationer og konkurrenter. Afdelingens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, og merafkastet skyldes en gunstig udvikling i markedet for danske realkreditobligationer.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelings resultat

Afdelingens afkast var 0,2 procentpoint højere end markedsudviklingen for lange stats- og realkreditobligationer. Specielt afdelingens lange 30-årige konverterbare realkreditobligationer kom godt gennem halvåret med afkast på godt 7 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens overvægt af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Afdelingen var gennem halvåret forsigtig investeret med en lavere renterisiko en markedet generelt. Dette bidrog negativt til afkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

1-3 år	25,6%
3-5 år	23,1%
5-10 år	44,1%
Over 10 år	6,5%
Øvrige inkl. likvide	0,7%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,28
Standardafvigelse	4,27

## FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER

Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for lange stats- og realkreditobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for lange stats- og realkreditobligationer blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteudviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

# FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	2.182	796
Kursgevinster og tab	6.548	-1.909
Administrationsomkostninger	-680	-259
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>8.050</b>	<b>-1.372</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	322	2.836
Obligationer 1]	192.098	147.864
Mellemværende vedr. handelsafvikling	31	401
Andre aktiver	1.729	1.173
<b>Aktiver i alt</b>	<b>194.180</b>	<b>152.274</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	192.326	152.017
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.731	0
Anden gæld	123	258
<b>Passiver i alt</b>	<b>194.180</b>	<b>152.274</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	98,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	1,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	152.017	37.280
Udlodning fra sidste år	-1.518	-7.363
Emissioner i perioden	35.452	75.820
Indløsninger i perioden	-1.714	-11.483
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	39	181
Periodens resultat	8.050	-1.372
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>192.326</b>	<b>93.061</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	192.326	93.061
Antal andele	1.780.164	891.013
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,04	104,44
Afkast i DKK (pct)*]	4,83	-1,11
Acontoudlodning	1,10	1,00
Administrationsomk. (pct)*]	0,39	0,40
ÅOP	0,82	0,91

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

Investerer i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af emerging markets-lande og i obligationer udstedt af kreditinstitutter og erhvervsvirksomheder, herunder obligationer med høj kreditrisiko (high yield). Hovedparten af afdelingens valuta afdækkes mod DKK eller EUR. Afdelingen er aktivt styret.

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

### Risikoprofil

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder, selskabs-specifikke forhold og modpartsrisiko.

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

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,74 procent. Afdelingen har intet benchmark. Afdelingens afkast var tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige ob-

ligationsmarkeder. I overensstemmelse med vores forventning gav kreditobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

Obligationsmarkedet var i starten af året kortvarigt præget af uro som følge af vækstnedgang i USA og Kina. Det prægede især markedet for virksomhedsobligationer med de laveste kreditvurderinger i USA og Europa, men også statsobligationer udstedt i udviklingslande blev ramt. I løbet af foråret blev det klart, at den økonomiske vækst øgedes, og at risikoen for recession dermed blev mindsket. Kombineret med lav inflation, og at de største centralbanker signalerede fortsat lempelig pengepolitik, førte dette til lavere renter på obligationer generelt. Obligationer udstedt af virksomheder med såvel høj og lav kreditvurdering og obligationer udstedt af udviklingslande gav således alle pæne afkast i perioden.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,74 procent. Afdelingen var sammensat af flere strategier. Afdelingen bestod dels af obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditvurdering, dels af obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med forholdsvis lav kreditvurdering. Afdelingen bestod også af obligationer udstedt af lande fra de nye markeder. Disse obligationer var dels udstedt i US dollar, dels i valuta fra det enkelte nye markeds land.

Endelig bestod afdelingen af obligationer, hvis afkast er positivt påvirket af stigende inflation (indeksobligationer), og af portugisiske statsobligationer. Afdelingen havde i perioden ikke valutarisici, på nær den del, som var investeret i obligationer udstedt i lokalvaluta fra de nye markeder. I perioden blev andelen af obligationer udstedt af lande fra de nye markeder øget på bekostning af indeksobligationer og virksomhedsobligationer. Den forholdsvis høje andel af obligationer udstedt af lande fra de nye markeder bidrog positivt, da disse obligationer gav det højeste afkast i markedet med indeksobligationer, virksomhedsobligationer med lav og høj kreditvurdering på de næste pladser.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060051449
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	10,0%
1-3 år	14,7%
3-5 år	36,5%
5-10 år	29,8%
Over 10 år	5,0%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,49
Standardafvigelse	5,78

## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingen har en eksponering til obligationer udstedt i US dollar af udviklingslande. Afkastet på disse er i høj grad bestemt af renteutviklingen i USA og af risici knyttet til den økonomiske vækst i Kina. Stærkere end forventet vækst og inflation kan medføre højere obligationsrenter i USA. Det vil smitte af på alle obligationer udstedt i US dollar, herunder obligationer i udviklingslande, men også virksomhedsobligationer vil blive ramt. En væsentlig nedgang i den økonomiske vækst i Kina forårsaget af en krise på f.eks. boligmarkedet med afsmittende virkning via de finansielle markeder på den økonomiske vækst i USA og Europa vil ramme obligationer udstedt af virksomheder i USA og Europa negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. I USA er arbejdsmarkedet i bedring, men eftervirkningerne af finanskrisen mærkes fortsat, da arbejdsmarkedet er præget af ledig kapacitet. Den amerikanske centralbank vil derfor fortsat føre en lempelig pengepolitik og kun gradvist stramme denne. Renten på obligationer udstedt i US dollar vil dermed kun stige gradvist og i begrænset omfang. I Europa søger den europæiske centralbank, ECB, at stimulere den økonomiske vækst via nye pengepolitiske tiltag. Effekten af tiltagene vil være forholdsvist begrænset, hvorfor vi forventer fortsat begrænsede udsving i renteniveauet – såvel for obligationer udstedt af stater som af virksomheder. Et lavt renteniveau på obligationer fra lande i de nye markeder forventes at betyde efterspørgsel efter obligationer udstedt af lande i de nye markeder, hvor renteniveauet er højere. Vi forventer derfor, at disse obligationer fortsat vil give forholdsvis pæne positive afkast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt blandt andet afhængigt af hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	227.246	189.699
Kursgevinster og tab	338.166	-295.343
Administrationsomkostninger	-52.888	-41.808
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>512.524</b>	<b>-147.451</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	376.797	85.059
Obligationer 1]	7.717.634	7.547.531
Kapitalandele 1]	1.911.481	188.284
Mellemværende vedr. handelsafvikling	106.775	5.712
Afledte finansielle instrumenter	36.118	130.129
Andre aktiver	125.196	120.334
<b>Aktiver i alt</b>	<b>10.274.000</b>	<b>8.077.049</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	10.218.235	8.046.194
Afledte finansielle instrumenter	8.207	13.824
Mellemværende vedr. handelsafvikling	37.854	0
Anden gæld	9.705	17.031
<b>Passiver i alt</b>	<b>10.274.000</b>	<b>8.077.049</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,9	89,6
§ 144a - nyemitterede	5,7	7,7
Øvrige finansielle instrumenter	4,4	2,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	8.046.194	6.680.172
Udlodning fra sidste år	0	-609.632
Emissioner i perioden	1.808.974	2.701.955
Indløsninger i perioden	-157.622	-204.361
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	8.164	18.973
Periodens resultat	512.524	-147.451
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>10.218.235</b>	<b>8.439.655</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	10.218.235	8.439.655
Antal andele	96.665.521	86.763.312
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,71	97,27
Afkast i DKK [pct]*]	5,74	-1,42
Administrationsomk. [pct]*]	0,61	0,59
ÅOP	1,34	1,37

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.



## FX – ACCUMULATING

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

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

### Risikoprofil

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

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

I forbindelse med afdelingens investeringsstrategi opgøres afdelingens markedsrisiko ved anvendelse af en såkaldt absolut Value at Risk model (VaR).

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

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

Den daglige laveste, gennemsnitlige og højeste udnyttelse har i første halvår 2014 været: 1,26 pct., 1,53 pct. og 1,60 pct.

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

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

Den gennemsnitlige gearing har i første halvår 2014 været 197,69 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,24 pct. i EUR. Afdelingen har ikke noget benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3-4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet er meget tilfredsstillende og har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i første halvår 2014.

### Markedet

Valutamarkedet har i første halvår af 2014 været præget af stor usikkerhed og deraf følgende store udsving i valutakrudsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet politisk uro ved-

### ANDELSKLASSENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	85,9%
1-3 år	10,5%
Øvrige inkl. likvide	3,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,04
Standardafvigelse	8,39

Måleperiode: Jun. 2011 til jun. 2014

## FX – ACCUMULATING KL

rørende Ukraine og den økonomiske udvikling i Kina, som begge fik olieprisen til at stige og dermed styrkede råvarevalutaerne. Ligeledes har inflationen overrasket i Euroland og været lavere end forventet. Det fik ECB til at sænke renten og komme med yderligere pengepolitiske tiltag. Endelig var der usikkerhed om styrken af det amerikanske opsving, som også bidrog til usikkerheden.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens valutastrategier har i første halvår 2014 resulteret i et positivt afkast. Afdelingen har siden start været overvægtet i valutaerne NZD, AUD, NOK og CAD og undervægtet i valutaerne USD, EUR, GBP og SEK. Størstedelen af afkastet stammer fra overvægten i NZD mod undervægten i USD samt overvægten i AUD mod undervægten i EUR.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved starten af 2. halvår 2014 er afdelingens største valutaundervægt i EUR. Den økonomiske og politiske udvikling i Euroland vil derfor fortsat have en afgørende betydning for investorernes afkast. Ligeledes er afdelingen undervægtet USD. Ved øget politisk risiko vil USD blive betragtet som sikker havn og den vil dermed blive styrket. Endelig er afde-

lingens to største valutaovervægte AUD og NZD, som begge blandt andet er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Usikkerheden vedrørende global vækst samt den lave inflation ventes fortsat at være dominerende temaer i 2. halvdel af 2014, hvilket vil medføre endnu et halvår med store udsving på valutamarkedet. Dette vil formentlig give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Udsving i afkastet må dog forventes pga. den usikkerhed, der præger de finansielle markeder ved indgangen til 2. halvår blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## FX - ACCUMULATING KL

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	4.534	7.166
Kursgevinster og tab	17.291	-49.538
Administrationsomkostninger	-1.361	-2.007
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>20.465</b>	<b>-44.379</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	9.240	24.484
Obligationer 1]	398.746	406.745
Mellemværende vedr. handelsafvikling	583	3.298
Afledte finansielle instrumenter	9.303	788
Andre aktiver	6.293	6.485
<b>Aktiver i alt</b>	<b>424.165</b>	<b>441.799</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	420.152	437.461
Afledte finansielle instrumenter	3.791	3.450
Anden gæld	223	888
<b>Passiver i alt</b>	<b>424.165</b>	<b>441.799</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	94,9
Øvrige finansielle instrumenter	3,6	5,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	437.461	588.738
Emissioner i perioden	66.324	129.432
Indløsninger i perioden	-104.097	-14.694
Periodens resultat	20.465	-44.379
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>420.152</b>	<b>659.097</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	420.152	659.097
Antal andele	544.079	883.579
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,58	100,01
Afkast i DKK (pct)*]	5,24	-6,20
Administrationsomk. (pct)*]	0,32	0,31
ÅOP	0,65	0,61

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halv- årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investe- ringsmarkederne i resten af 2014« og »Risici samt risiko- styring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at inve- stere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakur- serne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspeci- fikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, mod- partsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risi- koforhold 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 halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen leverede i første halvår 2014 et afkast på 4,27 pct., mens benchmark steg 6,79 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i bench- mark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,52 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked. Vores investeringer i afde- lingerne Danske Invest Fjernøsten samt Danske Invest Nye Markeder Small Cap bidrog positivt til afdelingens relative afkast i første halvår.

Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til det relative afkast i første halvår 2014. Afdelingens forholdsvis store investeringer inden for sundhedssektoren, som steg 11,43 pct., samt begrænsede investeringer indenfor finanssektoren, der steg 4,35 pct. i første halvår af 2014, bidrog positivt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog negativt til afdelingens relative afkast i første halvår 2014. Det var især afdelingens inve- steringer i den hollandske operatør af tankterminaler Vopak, det japanske medico selskab Terumo og den tyske software virksomhed SAP, der bidrog negativt.

Omvendt var det især afdelingens investeringer i det dan- ske medicinalselskab Novo Nordisk, det norske olieselskab Statoil og den engelske producent af husholdningsprodukter Reckitt Benckiser, der bidrog positivt til afdelingens relative afkast i første halvår 2014.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060244408
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	48,8%
Danmark	14,8%
Storbritannien	9,8%
Japan	8,3%
Tyskland	7,9%
Øvrige inkl. likvide	10,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,40
Standardafvigelse	9,53
Tracking error	3,96
Information Ratio	0,09
Jensen Alpha	0,16
Sharpe Ratio (benchm.)	1,33
Standardafvigelse (benchm.)	9,73
Active share	92,56

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBAL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

Afdelingen har relativt store investeringer inden for sektorerne sundhed, stabilt forbrug og forbrugsgoder. Afkastet på aktier inden for disse sektorer er bl.a. følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug på globalt plan.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen fastholder sin fokus på selskaber i mere stabile sektorer med betydelige investeringer inden for sektorerne sundhed og konsumentvarer. Denne type stabile selskaber foretrækkes, idet de ofte er globalt diversificerede til forskel for de mere lokalt orienterede telekommunikations- og forsynings-selskaber.

Afdelingen har gradvist øget sin eksponering mod mere cykliske sektorer, især forbrugsgoder, idet mange selskaber inden for denne sektor har oplevet modvind på aktiemarkedet, hvilket har givet mulighed for at foretage investeringer i kvalitetsselskaber på attraktive kursniveauer. Det forventes ikke, at afdelingens eksponering mod cykliske sektorer øges nævneværdigt fra det nuværende niveau.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 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 hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## GLOBAL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	4.646	6.610
Kursgevinster og tab	6.326	16.952
Administrationsomkostninger	-1.415	-1.893
Resultat før skat	9.557	21.669
Rente- og udbytteskat	-288	-394
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>9.268</b>	<b>21.274</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	4.910	4.871
Kapitalandele 1]	219.424	205.133
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.240	0
Andre aktiver	926	751
<b>Aktiver i alt</b>	<b>228.500</b>	<b>210.756</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	228.212	209.969
Anden gæld	288	786
<b>Passiver i alt</b>	<b>228.500</b>	<b>210.756</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8	97,7
Øvrige finansielle instrumenter	2,2	2,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	209.969	276.609
Udlodning fra sidste år	0	-6.386
Emissioner i perioden	16.907	19.743
Indløsninger i perioden	-8.002	-32.071
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	69	137
Periodens resultat	9.268	21.274
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>228.212</b>	<b>279.305</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	228.212	279.305
Antal andele	2.201.352	2.915.816
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,67	95,79
Afkast i DKK (pct)*]	4,27	8,21
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	7,53
Administrationsomk. (pct)*]	0,75	0,68
ÅOP	1,77	1,75

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halv- årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investe- ringsmarkederne i resten af 2014« og »Risici samt risiko- styring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at inve- stere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakur- serne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspe- cifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risi- koforhold 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 halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen leverede i første halvår 2014 et afkast på 4,77 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men til sammen- ligning steg det globale det globale aktieindeks med 6,79 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i markedet og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepo- litiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,02 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked.

Amerikanske aktier under et var en af de regioner, der gav det største afkast i første halvår 2014, og europæiske aktier en af de regioner, der steg lidt mindre. Derfor trak afdelin- gens store europæiske eksponering ned på periodens rela- tive afkast.

Afdelingen har været delt op i flere regionale strategier. Flere af disse har givet et mindre afkast end deres regionale ben- chmark. Dette trak ligeledes ned på årets relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har under- støttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere infla- tion i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne - i hvert fald midler- tidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risi- kofaktorer for aktiemarkederne.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### LANDEFORDELING

Tyskland	16,4%
Storbritannien	12,5%
Japan	12,3%
Frankrig	10,3%
USA	9,6%
Øvrige inkl. likvide	38,9%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,63
Standardafvigelse	11,71

## GLOBAL EQUITY SOLUTION

Afdelingen ligger ved årets udgang hovedsagligt eksponeret mod europæiske aktier. De største risici i 2014 ved nuværende eksponering er derfor udviklingen i det europæiske aktiemarkedet, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen søger at skabe værdi gennem eksponering mod de mest interessante segmenter af aktiemarkedet.

Ved årets udgang er afdelingen fordelt med 40 pct. i en bred europæisk aktiestrategi, 20 pct. i euro-zonen, 20 pct. i global stockpicking, 5 pct. i nordiske aktier, 5 pct. i olieservice-selskaber og 10 procent i japanske aktier. Den seneste allokering i afdelingen var til japanske aktier, da vi forventer, at Japan har redskaberne og viljen til med tiden at forlade årtier med deflation og lav vækst.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med udviklingen i globale aktier. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – blandt andet afhængigt af hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.



# GLOBAL EQUITY SOLUTION

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	127.820	52.675
Kursgevinster og tab	188.968	102.623
Administrationsomkostninger	-41.227	-21.300
Resultat før skat	275.561	133.997
Rente- og udbytteskat	-9.421	-5.728
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>266.140</b>	<b>128.269</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	129.700	137.318
Kapitalandele 1]	5.412.156	4.800.061
Mellemværende vedr. handelsafvikling	36.814	9.576
Andre aktiver	15.183	5.520
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.593.853</b>	<b>4.952.475</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	5.566.303	4.935.803
Mellemværende vedr. handelsafvikling	20.086	0
Anden gæld	7.464	16.672
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.593.853</b>	<b>4.952.475</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	97,2
Øvrige finansielle instrumenter	2,3	2,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	4.935.803	3.372.374
Udlodning fra sidste år	0	-34.836
Emissioner i perioden	1.143.947	405.524
Indløsninger i perioden	-784.811	-1.170.504
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.225	4.282
Periodens resultat	266.140	128.269
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>5.566.303</b>	<b>2.705.109</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.566.303	2.705.109
Antal andele	44.616.607	24.567.886
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,76	110,11
Afkast i DKK (pct)*]	4,77	4,61
Administrationsomk. (pct)*]	0,75	0,75
ÅOP	1,90	2,03

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL



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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

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

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 83.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbej- det i danske kroner, findes fra side 84.

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

## GLOBAL EQUITY SOLUTION - AKKUMULERENDE KL

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Renter og udbytter	16.085	409
Kursgevinster og tab	21.540	9.542
Administrationsomkostninger	-4.767	-887
Resultat før skat	32.859	9.063
Rente- og udbytteskat	-1.382	-24
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>31.476</b>	<b>9.039</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	20.268	2.062
Kapitalandele 1]	863.786	324.063
Mellemværende vedr. handelsafvikling	42.873	15.029
Andre aktiver	1.462	59
<b>Aktiver i alt</b>	<b>928.390</b>	<b>341.213</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	917.120	340.324
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10.177	0
Anden gæld	1.093	889
<b>Passiver i alt</b>	<b>928.390</b>	<b>341.213</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,3	0,6
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	340.324	0
Emissioner i perioden	562.387	368.441
Indløsninger i perioden	-18.810	-37.282
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.743	125
Periodens resultat	31.476	9.039
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>917.120</b>	<b>340.324</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	917.120	340.324

\*] Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution, klass SEK W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen leverede i første halvår 2014 et afkast på 8,36 pct. målt i SEK. Andelsklassen har ikke noget benchmark, men til sammenligning steg det globale aktieindeks med 10,52 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i markedet og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 2,16 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked.

Amerikanske aktier under et var en af de regioner, der gav det største afkast i første halvår 2014, og europæiske aktier en af de regioner, der steg lidt mindre. Derfor trak andelsklassens store europæiske eksponering ned på periodens relative afkast.

Andelsklassen har været delt op i flere regionale strategier. Flere af disse har givet et mindre afkast end deres regionale benchmark. Dette trak ligeledes ned på årets relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkedene er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkedene. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkedene – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkedene.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060507788

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Tyskland	16,5%
Storbritannien	12,9%
Japan	12,2%
Frankrig	10,2%
Schweiz	9,9%
Øvrige inkl. likvide	38,3%

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassen ligger ved årets udgang hovedsagligt eksponeret mod europæiske aktier. De største risici i 2014 ved nuværende eksponering er derfor udviklingen i det europæiske aktiemarkedet, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkedene i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering mod de mest interessante segmenter af aktiemarkedet.

Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 40 pct. i en bred europæisk aktiestrategi, 20 pct. i euro-zonen, 20 pct. i global stockpicking, 5 pct. i nordiske aktier, 5 pct. i olieservice-selskaber og 10 procent i japanske aktier. Den seneste allokering i andelsklassen var til japanske aktier, da vi forventer, at Japan har redskaberne og viljen til med tiden at forlade årtier med deflation og lav vækst.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med udviklingen i globale aktier. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – blandt andet afhængigt af hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution, klass SEK W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

#### GLOBAL EQUITY SOLUTION, KLASSE SEK W

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.530	1.312
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-371	-224
<b>Klassens resultat</b>	<b>2.159</b>	<b>1.088</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	48.143	0
Emissioner i perioden	43.295	47.138
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	130	-83
Periodens resultat	2.159	1.088
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>93.727</b>	<b>48.143</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	93.727	48.143
Antal andele	1.022.827	550.042
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	112,51	103,83
Afkast i SEK (pct)*]	8,36	3,83
Administrationsomk. (pct)*]	0,75	1,48

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution, klasse NOK W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2014« 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 andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen leverede i første halvår 2014 et afkast på 4,64 pct. målt i NOK. Afdelingen har ikke noget benchmark, men til sammenligning steg det globale aktieindeks med 7,40 pct. målt i NOK. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i markedet og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,76 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked.

Amerikanske aktier under et var en af de regioner, der gav det største afkast i første halvår 2014, og europæiske aktier en af de regioner, der steg lidt mindre. Derfor trak afdelingens store europæiske eksponering ned på periodens relative afkast.

Andelsklassen har været delt op i flere regionale strategier. Flere af disse har givet et mindre afkast end deres regionale benchmark. Dette trak ligeledes ned på årets relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkedene er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkedene. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkedene – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkedene.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060507515
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Tyskland	16,5%
Storbritannien	12,9%
Japan	12,2%
Frankrig	10,2%
Schweiz	9,9%
Øvrige inkl. likvide	38,3%

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassen ligger ved årets udgang hovedsagligt eksponeret mod europæiske aktier. De største risici i 2014 ved nuværende eksponering er derfor udviklingen i det europæiske aktiemarkedet, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkedene i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering mod de mest interessante segmenter af aktiemarkedet.

Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 40 pct. i en bred europæisk aktiestrategi, 20 pct. i euro-zonen, 20 pct. i global stockpicking, 5 pct. i nordiske aktier, 5 pct. i olieservice-selskaber og 10 procent i japanske aktier. Den seneste allokering i andelsklassen var til japanske aktier, da vi forventer, at Japan har redskaberne og viljen til med tiden at forlade årtier med deflation og lav vækst.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med udviklingen i globale aktier. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – blandt andet afhængigt af hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.



## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution, klasse NOK W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

#### GLOBAL EQUITY SOLUTION, KLASSE NOK W

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.751	709
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-580	-118
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.170</b>	<b>591</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	27.042	0
Emissioner i perioden	130.546	26.478
Indløsninger i perioden	-13.855	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	434	-27
Periodens resultat	3.170	591
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>147.337</b>	<b>27.042</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	147.337	27.042
Antal andele	1.460.571	278.926
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	113,68	108,64
Afkast i NOK (pct)*]	4,64	8,64
Administrationsomk. (pct)*]	0,75	1,48

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2014« 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 andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen leverede i første halvår 2014 et afkast på 4,79 pct. Andelsklassen har ikke noget benchmark, men til sammenligning steg det globale aktieindeks med 6,79 pct. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i markedet og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,00 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked.

Amerikanske aktier under et var en af de regioner, der gav det største afkast i første halvår 2014, og europæiske aktier en af de regioner, der steg lidt mindre. Derfor trak andelsklassens store europæiske eksponering ned på periodens relative afkast.

Andelsklassen har været delt op i flere regionale strategier. Flere af disse har givet et mindre afkast end deres regionale benchmark. Dette trak ligeledes ned på årets relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060507432
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Tyskland	16,5%
Storbritannien	12,9%
Japan	12,2%
Frankrig	10,2%
Schweiz	9,9%
Øvrige inkl. likvide	38,3%

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassen ligger ved årets udgang hovedsagligt eksponeret mod europæiske aktier. De største risici i 2014 ved nuværende eksponering er derfor udviklingen i det europæiske aktiemarkedet, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering mod de mest interessante segmenter af aktiemarkedet.

Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 40 pct. i en bred europæisk aktiestrategi, 20 pct. i euro-zonen, 20 pct. i global stockpicking, 5 pct. i nordiske aktier, 5 pct. i olieservice-selskaber og 10 procent i japanske aktier. Den seneste allokering i andelsklassen var til japanske aktier, da vi forventer, at Japan har redskaberne og viljen til med tiden at forlade årtier med deflation og lav vækst.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med udviklingen i globale aktier. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – blandt andet afhængigt af hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

#### GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	29.924	7.873
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-3.777	-513
<b>Klassens resultat</b>	<b>26.147</b>	<b>7.360</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	265.139	0
Emissioner i perioden	388.546	294.825
Indløsninger i perioden	-4.955	-37.282
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.179	235
Periodens resultat	26.147	7.360
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>676.055</b>	<b>265.139</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	676.055	265.139
Antal andele	6.293.127	2.586.208
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,43	102,52
Afkast i DKK (pct)*]	4,79	2,52
Administrationsomk. (pct)*]	0,74	1,48
ÅOP	1,99	1,99

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 - AKKUMULERENDE KL

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

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Global Equity Solution, FIN osuslaji EUR W

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 94.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 95.

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

## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 - AKKUMULERENDE KL

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 EUR.

RESULTATOPGØRELSE	15.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1.839
Kursgevinster og tab	4.665
Administrationsomkostninger	-690
Resultat før skat	5.814
Rente- og udbytteskat	-174
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>5.640</b>

BALANCE	30.06.14
<b>AKTIVER</b>	
Likvide midler 1]	4.232
Kapitalandele 1]	110.417
Mellemværende vedr. handelsafvikling	23
Andre aktiver	272
<b>Aktiver i alt</b>	<b>114.945</b>

<b>PASSIVER</b>	
Medlemmernes formue 2]	114.705
Afledte finansielle instrumenter	1
Anden gæld	239
<b>Passiver i alt</b>	<b>114.945</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,1
Øvrige finansielle instrumenter	3,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	15.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	114.065
Indløsninger i perioden	-5.000
Periodens resultat	5.640
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>114.705</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.EUR)	114.705

\*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 – AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden lanceringen den 15. januar givet et afkast på 5,34 pct. målt i EUR. Andelsklassen har intet benchmark, men til sammenligning er det globale aktiemarked steget med 5,73 i samme periode. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen på det globale aktiemarked og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,39 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked, men gav et positivt afkast.

Det amerikanske aktiemarked leverede det største bidrag til afkastet, mens japanske aktier leverede det dårligste. Temaudvælgelsen var meget vellykket i første halvår, idet alle andelsklassens temaer, herunder japanske eksportører, nye markeder højt udbytte og amerikansk it bidrog til det positive afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

Da andelsklassen er stærkt overvægtet i small cap-aktier, er hovedrisikoen, at small cap-selskaber klarer sig dårligere

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2014

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060518397

Porteføljerådgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

### LANDEFORDELING

USA	45,0%
Japan	7,1%
Storbritannien	7,1%
Danmark	4,5%
Frankrig	3,6%
Øvrige inkl. likvide	32,7%

## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 - AKKUMULERENDE KL

end large cap-selskaber. På længere sigt forventes small cap-selskaber fortsat at klare sig bedre end large cap-selskaber.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

I øjeblikket har andelsklassen størst forventninger til small cap-selskaber, men dette kan ændres i andet halvår.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på temaudvælgelse uden væsentlige selskabsspecifikke risici. For resten af 2014 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – blandt andet afhængigt af hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.



## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 - AKKUMULERENDE KL

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 EUR.

#### GLOBAL EQUITY SOLUTION FIN, OSUUSLAJI EUR W

KLASSENS RESULTATPOSTER	15.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	6.327
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-686
<b>Klassens resultat</b>	<b>5.640</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	15.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	114.065
Indløsninger i perioden	-5.000
Periodens resultat	5.640
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>114.705</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.EUR)	114.705
Antal andele	10.888.589
Stk. størrelse EUR	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,53
Afkast i EUR (pct)*]	5,34
Administrationsomk. (pct)*]	0,75

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL ESG – ACCUMULATING KL

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

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici mod norske kroner. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen leverede i første halvår 2014 et afkast på 4,21 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 4,76 pct. målt i EUR. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

Afdelingens benchmark steg 2,10 procentpoint mindre end det benchmark, der ikke er valutasikret. Valutasikringen havde dermed en negativ effekt på afkastet.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav – før valutasikring – et afkast på 6,86 pct. målt i EUR i første halvår 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter og kun gav et afkast på 1,33 pct. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,55 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked inkl. valutaafdækning. Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til det relative afkast i første halvår 2014. Afdelingens forholdsvis store investeringer inden for forbrugsgoder, som kun steg 2,34 pct. i første halvår, samt afdelingens forholdsvis begrænsede investeringer inden for energisektoren, der steg 13,49 pct. i første halvår 2014, bidrog negativt til afdelingens relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog samlet set positivt til afdelingens relative afkast i første halvår 2014. Det var især afdelingens investeringer i den engelsk amerikanske kæde af smykkeforretninger Signet Jewelers, det israelske medicinalsselskab Teva Pharmaceutical og det amerikanske olieserviceselskab Baker Hughes, der bidrog positivt til det relative afkast.

Omvendt var det især afdelingens investeringer i det engelske medieselskab Pearson, det tyske softwareselskab SAP og den engelske bank Barclays, der bidrog negativt til afdelingens relative afkast i første halvår 2014.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2011
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter hedget til NOK målt i EUR
Fondskode: DK0060283067
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	37,3%
Storbritannien	15,9%
Schweiz	11,3%
Japan	10,1%
Tyskland	8,9%
Øvrige inkl. likvide	16,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,50
Standardafvigelse	13,96
Tracking error	3,26
Information Ratio	-0,22
Jensen Alpha	-0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,57
Standardafvigelse (benchm.)	13,55
Active share	98,08

Måleperiode: Feb. 2011 til jun. 2014

## GLOBAL ESG – ACCUMULATING KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen fastholder sit fokus på kvalitetsselskaber med betydelige investeringer inden for sektorerne sundhed og informationsteknologi. Denne type stabile selskaber foretrækkes, idet de ofte er globalt diversificerede til forskel for de mere lokalt orienterede telekommunikations- og forsynings-selskaber.

Afdelingen har gradvist øget sin eksponering mod mere cykliske sektorer, især forbrugsgoder, idet mange selskaber inden for denne sektor har oplevet modvind på aktiemarkedet, hvilket har givet mulighed for at foretage investeringer i kvalitetsselskaber på attraktive kursniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 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 hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## GLOBAL ESG - ACCUMULATING KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	4.457	4.918
Kursgevinster og tab	10.811	1.091
Administrationsomkostninger	-2.405	-2.683
Resultat før skat	12.862	3.326
Rente- og udbytteskat	-448	-513
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>12.414</b>	<b>2.813</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	23.075	15.951
Kapitalandele 1]	313.224	288.809
Afledte finansielle instrumenter	27	1.927
Andre aktiver	892	610
<b>Aktiver i alt</b>	<b>337.217</b>	<b>307.297</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	325.439	299.580
Afledte finansielle instrumenter	11.359	6.530
Anden gæld	419	1.186
<b>Passiver i alt</b>	<b>337.217</b>	<b>307.297</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	3,6	3,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	299.580	309.727
Emissioner i perioden	13.407	2.447
Indløsninger i perioden	-1	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	38	5
Periodens resultat	12.414	2.813
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>325.439</b>	<b>314.992</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	325.439	314.992
Antal andele	340.888	366.293
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	128,05	115,29
Afkast i DKK (pct)*]	4,21	0,97
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	4,76	1,23
Administrationsomk. (pct)*]	0,78	0,82
ÅOP	1,75	1,73

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL RESTRICTED

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Investeringerne er underlagt særlige etiske restriktioner. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen leverede i første halvår 2014 et afkast på 5,44 pct., mens benchmark steg 6,79 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lemper fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,35 procentpoint lavere end afkastet på det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til det relative afkast i første halvår 2014. Afdelingens forholdsvis store investeringer inden for forbrugsgoder, som kun steg svagt første halvår, samt afdelingens forholdsvis begrænsede investeringer inden for energisektoren, der var en af de sektorer med størst afkast i første halvår 2014, bidrog negativt til afdelingens relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog samlet set positivt til afdelingens relative afkast i første halvår 2014. Det var især afdelingens investeringer i den engelsk amerikanske kæde af smykkeforretninger Signet Jewelers, det israelske medicinalsselskab Teva Pharmaceutical og det amerikanske olieserviceselskab Baker Hughes, der bidrog positivt til det relative afkast.

Omvendt var det især afdelingens investeringer i det engelske medieselskab Pearson, det tyske softwareselskab SAP og den engelske bank Barclays der bidrog negativt til afdelingens relative afkast i første halvår 2014.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkedene er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorenes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkedene. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det for-

### AFDELINGENS PROFIL

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

### LANDEFORDELING

USA	38,3%
Storbritannien	16,3%
Schweiz	11,5%
Japan	10,4%
Tyskland	9,1%
Øvrige inkl. likvide	14,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,94
Standardafvigelse	8,68
Tracking error	3,44
Information Ratio	-0,44
Jensen Alpha	-0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	1,07
Standardafvigelse (benchm.)	9,00
Active share	93,68

Måleperiode: Maj 2010 til jun. 2014

## GLOBAL RESTRICTED

ventes at svække aktiemarkedene – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkedene.

Afdelingen har relativt store investeringer inden for sektorerne sundhed, konsumentvarer, informationsteknologi og forbrugsgoder. Afkastet på aktier inden for disse sektorer er bl.a. følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne. Omvendt har afdelingen relativt begrænsede investeringer inden for finanssektoren og energisektoren. Afkastet på aktier inden for disse sektorer er bl.a. følsomme over for udviklingen i den globale udlånsvækst, renteniveauer og olieprisen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkedene i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen fastholder sit fokus på kvalitetsselskaber med betydelige investeringer inden for sektorerne sundhed og informationsteknologi. Denne type stabile selskaber foretrækkes, idet de ofte er globalt diversificerede til forskel for de mere lokalt orienterede telekommunikations- og forsynings-selskaber.

Afdelingen har gradvist øget sin eksponering mod mere cykliske sektorer, især forbrugsgoder, idet mange selskaber inden for denne sektor har oplevet modvind på aktiemarkedet, hvilket har givet mulighed for at foretage investeringer i kvalitetsselskaber på attraktive kursniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 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 hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## GLOBAL RESTRICTED

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	8.675	5.822
Kursgevinster og tab	30.058	27.053
Administrationsomkostninger	-4.708	-3.137
Resultat før skat	34.025	29.737
Rente- og udbytteskat	-806	-599
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>33.220</b>	<b>29.138</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	7.463	25.571
Kapitalandele 1]	663.580	524.714
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	17.693
Andre aktiver	1.485	860
<b>Aktiver i alt</b>	<b>672.528</b>	<b>568.837</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	665.015	551.777
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.625	15.037
Anden gæld	888	2.022
<b>Passiver i alt</b>	<b>672.528</b>	<b>568.837</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	95,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	4,6
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	551.777	431.343
Udlodning fra sidste år	0	-7.984
Emissioner i perioden	115.056	23.696
Indløsninger i perioden	-35.481	-92.497
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	443	305
Periodens resultat	33.220	29.138
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>665.015</b>	<b>384.000</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	665.015	384.000
Antal andele	4.674.014	3.059.852
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	142,28	125,50
Afkast i DKK (pct)*]	5,44	7,34
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	7,53
Administrationsomk. (pct)*]	0,78	0,78
ÅOP	1,89	1,80

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## KOMMUNER 4

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

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 2,57 pct., mens benchmark steg 2,47 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Afdelingen har mere end indfriet vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald samt et positivt realkreditmarked.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,1 procentpoint højere end udviklingen i benchmark. Specielt afdelingens konverterbare realkreditobligationer med høje kuponrenter og tilsvarende lav rentefølsomhed kom godt gennem halvåret med afkast på op til 5 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens overvægt af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Afdelingen havde i halvåret en anelse mindre renterisiko end afdelingens benchmark, hvilket bidrog negativt til merafkastet, da renten mod forventning faldt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveaet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindikator (1-7): 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 3 år.
Fondskode: DK0016205685
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	30,5%
1-3 år	34,8%
3-5 år	16,2%
5-10 år	15,7%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,10
Standardafvigelse	1,70
Tracking error	1,08
Information Ratio	0,55
Jensen Alpha	0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,28
Standardafvigelse (benchm.)	2,31

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014



## KOMMUNER 4



Danske realkreditobligationer er fortsat afdelingens største investeringsområde, fordi vi stadig vurderer, at disse obligationer virker attraktive ud fra en risiko afkast-betragtning. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen. Det nuværende renteniveau er lavt i et historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året.

## KOMMUNER 4

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	11.236	14.055
Kursgevinster og tab	15.538	-5.356
Administrationsomkostninger	-1.680	-2.020
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>25.094</b>	<b>6.680</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	6.992	601
Obligationer 1]	964.728	1.021.905
Andre aktiver	6.900	6.180
<b>Aktiver i alt</b>	<b>978.620</b>	<b>1.028.685</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	978.347	1.026.452
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.498
Anden gæld	273	735
<b>Passiver i alt</b>	<b>978.620</b>	<b>1.028.685</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	99,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,7	0,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	1.026.452	1.232.231
Udlodning fra sidste år	-13.906	-16.721
Emissioner i perioden	35.171	1.339
Indløsninger i perioden	-94.602	-108.779
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	138	187
Periodens resultat	25.094	6.680
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>978.347</b>	<b>1.114.937</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	978.347	1.114.937
Antal andele	9.338.123	10.723.859
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,77	103,97
Afkast i DKK (pct)*]	2,57	0,56
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	2,47	-0,80
Acontoudlodning	1,00	1,20
Administrationsomk. (pct)*]	0,17	0,17
ÅOP	0,44	0,47

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Investerer i rentebærende europæiske obligationer, herunder erhvervsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller EUR. Afdelingen er aktivt styret.

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

### Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske stats- og realkreditobligationer samt europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen i Danmark og Europa samt virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen afdekker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabs-specifikke forhold, event-risici og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,80 pct., mens benchmark steg 3,89 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Afdelingen har mere end indfriet vores forventninger om et positivt afkast godt hjulpet af rentefald, et positivt realkreditmarked og indsnævring kreditspændene

på virksomhedsobligationer. Kreditspænd dækker over renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

I første halvår kørte kreditspændene ind med 0,14 procentpoint. Trenden har været relativt stabil bortset fra januar, hvor kreditspændene kørte en smule ud primært drevet af nye markeder. Dette var dog kortvarigt og blev hurtigt afløst af større risikoappetit i markedet, hvilket gjorde, at februar blev måneden, hvor kreditspændene kørte mest ind.

### Vurdering af afdelingens afkast

Afdelingens afkast var 0,09 procentpoint lavere end udviklingen i benchmark. Specielt afdelingens konverterbare realkreditobligationer med høje kuponrenter og tilsvarende lav rentefølsomhed kom godt gennem halvåret med afkast på op til 5 pct. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end statsobligationer, og afdelingens overvægt af realkreditobligationer bidrog derfor positivt til afkastet. Inden for virksomhedsobligationer var det investeringer inden for finanssektoren (bank og forsikring), der trak afkastet op. Afdelingen havde i halvåret en mindre renterisiko end afdelingens benchmark, hvilket bidrog negativt til det relative afkastet, da renten mod forventning faldt markant.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2003
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: 60% Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer varighed 4 år & 40% Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indekset er hedget til DKK
Fondskode: DK0016242373
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	24,5%
1-3 år	41,5%
3-5 år	11,8%
5-10 år	11,1%
Over 10 år	2,6%
Øvrige inkl. likvide	8,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,10
Standardafvigelse	2,77
Tracking error	1,22
Information Ratio	0,90
Jensen Alpha	0,13
Sharpe Ratio (benchm.)	1,72
Standardafvigelse (benchm.)	2,75

## KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

Indenfor virksomhedsobligationer har afdelingen en pæn andel af efterstillede obligationer inden for finansielle udstedelser, som er mere følsomme over for stigende markedsrisiko end almindelige ikke-efterstillede obligationer og vil dermed kunne påvirke afdelingens afkast negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at specielt de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2014. Vi forventer dog samtidig, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres i takt med, at de økonomiske vilkår bliver bedre for verdensøkonomien.

Vi er fortsat positive over for danske realkreditobligationer, da vi mener, at den overordnede sikkerhed og den økonomiske styrke i sektoren er høj. Vi mener derfor, at en høj andel af disse obligationer er naturlig i porteføljen, og at de afkastmæssigt vil bidrage positivt.

Den svage vækst, lave renter og rigelige likviditet for større virksomheder er fortsat en god cocktail for kreditmarkedet, og med udsigten til svag vækst i en længere periode forven-

ter vi, at virksomheder fortsat vil være forsigtige og værne om deres kreditvurdering. Men vi venter også, at de i stigende grad vil balancere deres strategi mellem at tilgodese både aktionærer og kreditorer.

I takt med at de økonomiske udsigter forbedres, forventer vi, at virksomhederne vil nedbringe deres store likviditetsreserver, øge investeringerne og i højere grad end tidligere være tilbøjelige til at øge udbyttebetalingen til aktieinvestorerne. Men vi mener fortsat, at det er for tidligt i den europæiske vækstcykel til, at virksomhederne generelt slår over i en mere aggressiv gældfinansieret opkøbsstrategi.

Vurderet ud fra kreditmæssige faktorer er virksomhedernes fundamentale forhold fortsat meget solide, da selskaberne er gode til at tilpasse sig de nuværende økonomiske forhold. Til trods herfor forventer vi i andet halvår at øge andelen af realkreditobligationer på bekostning af virksomhedsobligationer. Det skyldes, at realkreditobligationer vurderes være mere attraktive ved rentestigninger, og det nuværende renteniveau er lavt i historisk perspektiv, og der er derfor en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af 2014.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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 hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

## KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.601	2.266
Kursgevinster og tab	2.569	-1.104
Administrationsomkostninger	-275	-377
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>3.895</b>	<b>785</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	8.380	3.879
Obligationer 1]	103.591	95.319
Afledte finansielle instrumenter	10	100
Andre aktiver	1.122	1.309
<b>Aktiver i alt</b>	<b>113.103</b>	<b>100.607</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	113.020	100.354
Afledte finansielle instrumenter	36	149
Anden gæld	47	105
<b>Passiver i alt</b>	<b>113.103</b>	<b>100.607</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,5	96,1
Øvrige finansielle instrumenter	7,5	3,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	100.354	146.753
Udlodning fra sidste år	-3.383	-1.952
Emissioner i perioden	12.932	4.133
Indløsninger i perioden	-799	-7.445
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	23	49
Periodens resultat	3.895	785
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>113.020</b>	<b>142.323</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	113.020	142.323
Antal andele	1.012.461	1.291.351
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	111,63	110,21
Afkast i DKK [pct]*]	3,80	0,57
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	3,89	-0,66
Acontoudlodning	1,50	1,50
Administrationsomk. [pct]*]	0,26	0,26
ÅOP	0,64	0,72

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## ONLINE DANSKE OBLIGATIONER INDEKS

Investerer indeksbaseret i obligationer denomineret i danske kroner.

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen har givet et afkast på 3,95 pct., mens benchmark steg 4,07 pct. i samme periode. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

### Markedet

Lave inflationstal for Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik overraskende renterne til at falde gennem halvåret. Nationalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank (ECB), da denne

i juni sænkede den ledende rente med 0,10 pct. Realkreditobligationerne klarede sig i gennemsnit bedre end statsobligationerne, hvilket blandt andet skyldes, at forhandlingerne om bankernes likviditetsberedskab i EU-kommissionen umiddelbart ender mere positivt for realkreditobligationerne end frygtet. Samlet faldt den toneangivende 10-årige statsobligationsrente hen over halvåret med 0,7 pct. og endte i 1,3 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

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

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2014. Som følge af den økonomiske krise har verdens centralbanker i årevis ført en meget lempelig pengepolitik, der efterfølgende har medført historiske lave renteniveauer. Centralbankerne har signaleret, at denne politik vil blive videreført et godt stykke tid endnu, men det kan omvendt ikke udelukkes en vis usikkerhed og rentestigninger, såfremt markederne pludselig indregner uventede stramninger i den nuværende lempelige pengepolitik.

### Forventninger til markedet samt strategi

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2009
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 5 år
Fondscode: DK0060175255
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	17,0%
1-3 år	27,0%
3-5 år	24,3%
5-10 år	20,6%
Over 10 år	10,6%
Øvrige inkl. likvide	0,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,05
Standardafvigelse	3,82
Tracking error	0,30
Information Ratio	-1,23
Jensen Alpha	-0,03
Sharpe Ratio (benchm.)	1,15
Standardafvigelse (benchm.)	3,79

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

# ONLINE DANSKE OBLIGATIONER INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	171	184
Kursgevinster og tab	339	-391
Administrationsomkostninger	-17	-21
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>494</b>	<b>-228</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	10	12
Obligationer 1]	12.414	12.894
Andre aktiver	165	62
<b>Aktiver i alt</b>	<b>12.589</b>	<b>12.969</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	12.587	12.963
Anden gæld	2	6
<b>Passiver i alt</b>	<b>12.589</b>	<b>12.969</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,9	99,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	12.963	13.183
Udlodning fra sidste år	-181	-972
Emissioner i perioden	917	1.405
Indløsninger i perioden	-1.609	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2	4
Periodens resultat	494	-228
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>12.587</b>	<b>13.392</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	12.587	13.392
Antal andele	123.156	134.047
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,20	99,91
Afkast i DKK (pct)*]	3,95	-1,74
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	4,07	-1,53
Administrationsomk. (pct)*]	0,13	0,16
ÅOP	0,26	0,42

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## ONLINE GLOBAL INDEKS

Investerer indeksbaseret i henhold til Morgan Stanleys World Index for globale aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 risikoindekstørrelsen er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen leverede i første halvår 2014 et afkast på 6,90 pct., mens benchmark steg 6,79 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 6,79 pct. i første halvår 2014. USA og Europa gav afkast på niveau med gen-

nemsnittet, mens japanske aktier haltede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,07 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 resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorenes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne - i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### LANDEFORDELING

USA	54,3%
Japan	8,1%
Storbritannien	7,3%
Schweiz	4,5%
Canada	3,8%
Øvrige inkl. likvide	22,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,49
Standardafvigelse	9,28
Tracking error	0,76
Information Ratio	0,03
Jensen Alpha	0,06
Sharpe Ratio (benchm.)	1,44
Standardafvigelse (benchm.)	9,58
Active share	40,93

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014



# ONLINE GLOBAL INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	632	484
Kursgevinster og tab	1.706	2.191
Administrationsomkostninger	-58	-52
Resultat før skat	2.280	2.624
Rente- og udbytteskat	-51	-49
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>2.229</b>	<b>2.575</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	573	762
Kapitalandele 1]	32.958	33.532
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	184
Andre aktiver	92	57
<b>Aktiver i alt</b>	<b>33.623</b>	<b>34.536</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	33.614	34.518
Anden gæld	9	18
<b>Passiver i alt</b>	<b>33.623</b>	<b>34.536</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	97,8
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	2,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	34.518	25.401
Udlodning fra sidste år	-1.836	-780
Emissioner i perioden	5.954	6.937
Indløsninger i perioden	-7.287	-6.015
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	36	35
Periodens resultat	2.229	2.575
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>33.614</b>	<b>28.153</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	33.614	28.153
Antal andele	179.307	167.795
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	187,47	167,78
Afkast i DKK [pct]*]	6,90	10,36
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,79	9,94
Administrationsomk. [pct]*]	0,17	0,19
ÅOP	0,40	0,46

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

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

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating Class A
- PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating Class I

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 115.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 116.

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

# PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	30.5.-30.06.13
Renter og udbytter	13.260	260
Kursgevinster og tab	28.178	-9.057
Administrationsomkostninger	-1.314	-54
Resultat før skat	40.125	-8.851
Rente- og udbytteskat	-628	-32
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>39.497</b>	<b>-8.883</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	2.489	2.526
Kapitalandele 1]	614.793	553.094
Andre aktiver	849	354
<b>Aktiver i alt</b>	<b>618.131</b>	<b>555.975</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	617.788	555.028
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	45
Anden gæld	343	902
<b>Passiver i alt</b>	<b>618.131</b>	<b>555.975</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	99,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	0,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	30.5.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	555.028	0
Emissioner i perioden	23.263	444.813
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	0	157
Periodens resultat	39.497	-8.883
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>617.788</b>	<b>436.087</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	617.788	436.087

\*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

## PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

### PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, modpartsrisiko samt valuta.

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

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 10,52 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 10,82 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

#### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første

kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

#### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,30 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udviklingen i benchmark.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2014 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

#### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2013

Risikoindeksator (1-7): 6

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

Fondskode: DK0060476455

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### FORMUEFORDELING

Danske aktier	4,5%
Udenlandske akt.	95,1%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

# PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

## NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

### PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING CLASS A

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	10.6.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	23.880	-4.959
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-994	-27
<b>Klassens resultat</b>	<b>22.886</b>	<b>-4.986</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	10.6.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	319.595	0
Emissioner i perioden	23.263	260.152
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	0	92
Periodens resultat	22.886	-4.986
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>365.744</b>	<b>255.258</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	365.744	255.258
Antal andele	3.674.273	3.052.973
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	122,21	98,35
Afkast i SEK (pct)*]	10,52	-1,65
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	10,82	-1,69
Administrationsomk. (pct)*]	0,34	0,23

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

### PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class I, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, modpartsrisiko samt valuta.

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

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 10,80 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 10,82 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

#### Markedet

De globale aktiemarkeder gav pæne afkast i første halvår af 2014. USA, Europa og de nye markeder gav alle afkast på niveau med gennemsnittet, mens japanske aktier holdede bagefter. Makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder, svage nøgletal fra Kina og konflikten mellem Ukraine og Rusland lagde en dæmper på markederne i første

kvartal. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

#### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,02 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udviklingen i benchmark.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har understøttet aktiemarkederne. Såfremt bekymringer om fremtidige stramninger i pengepolitikken eller en frygt for højere inflation i fremtiden skulle få de lange renter til at stige, må det forventes at svække aktiemarkederne – i hvert fald midlertidigt. Usikkerhed om styrken af den fremtidige økonomiske vækst, især i de nye markeder, og frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine er også en risikofaktor for aktiemarkederne.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2014 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

#### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret:

Risikoindeksator (1-7): 6

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

Fondskode: DK0060476372

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### FORMUEFORDELING

Danske aktier	4,5%
Udenlandske akt.	95,1%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

# PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class I, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

## NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

### PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING CLASS I

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	30.5.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	16.661	-3.885
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-50	-13
<b>Klassens resultat</b>	<b>16.611</b>	<b>-3.897</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	30.5.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	235.433	0
Emissioner i perioden	0	184.661
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	0	65
Periodens resultat	16.611	-3.897
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>252.044</b>	<b>180.828</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	252.044	180.828
Antal andele	2.503.347	2.149.400
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	123,61	98,96
Afkast i SEK (pct)*]	10,80	-1,04
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	10,82	-3,15
Administrationsomk. (pct)*]	0,07	0,08

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## US HIGH YIELD BONDS

Investerer primært i amerikanske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2014« 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, dvs. obligationer med lav kreditkvalitet primært udstedt i USD. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,66 pct., mens benchmark steg 5,22 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter.

I forhold til benchmark var afkastet på niveau med det forventede, målt både absolut og relativt. Faldende renter på amerikanske statsobligationer, især for obligationer med

lang løbetid, skabte positive rentemarkeder, herunder for high yield-markedet. Det største bidrag til afdelingens relative resultat kom fra beholdningen af B-obligationer, men målt på det absolutte afkast klarede denne kategori sig relativt dårligere end afdelingens beholdning af obligationer med en kreditvurdering på »Ba« og »Caa«. Kommunikation og energi var blandt de sektorer, der klarede sig bedst og gav de største bidrag til resultatet for første halvår 2014.

### Markedet

Afdelingens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Der var stigende købsinteresse for high yield-obligationer i halvåret, hvilket var stik modsat situationen i samme periode året før, hvor mange investorer søgte væk fra high yield-markedet. Skønt der var stor udstedelsesaktivitet i halvåret, ligger den samlede udstedelse pr. 30. juni fortsat lavere i forhold til første halvår 2013. Udstedelsesaktiviteten drives fortsat af refinansiering, og låntagerne udnytter fortsat det lave renteniveau. Desuden steg aktiviteten i virksomhedsopkøb og -fusioner, hvilket førte til den største high yield-udstedelse nogensinde (selskabet Numericable Altice). Endelig har misligholdelsesraten været lav, hvis man ser bort fra misligholdelsen i selskabet Energy Future Holdings Corp., som var ventet. Når der ses bort fra denne misligholdelse ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,56 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til afdelingens relative resultat og udgjorde størstedelen af forskellen til benchmark. Mens afdelingen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet i forhold til benchmark på obligationer med lang løbetid. Disse lange obligationer klarede sig bedre end markedet, idet de lange amerikanske statsobligationer oplevede større rentefald end de korte og mellemlange obligationer.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	11,9%
1-3 år	32,3%
3-5 år	25,8%
5-10 år	25,7%
Øvrige inkl. likvide	4,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,34
Standardafvigelse	7,11
Tracking error	1,77
Information Ratio	-0,47
Jensen Alpha	-0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	1,70
Standardafvigelse (benchm.)	6,07

Måleperiode: Jul. 2009 til jun. 2014



## US HIGH YIELD BONDS

Afdelingens overvægt af Caa-obligationer gav et positivt bidrag, mens undervægten af Ba-obligationer og overvægten af B-obligationer trak ned i resultatet. Modsat nød afdelingen godt af effekten af et positivt papirvalg, da dens Ba3- og B1-obligationer klarede sig bedre end benchmark. Samtidig gav effekten fra det positive papirvalg inden for basisindustri og kommunikation et positivt bidrag til resultatet, mens obligationer fra udstedere inden for ikke-cyklisk forbrug klarede sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative resultat. Endelig trak kontantbeholdningen ned i resultatet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De særlige risici, der er forbundet med porteføljens eksponering, kan primært henføres til forventningerne til og den finansielle styrke hos de udstedere, afdelingen investerer i. Porteføljen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmark, f.eks. udstedelser med Caa-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som et eksempel på en større undervægtsposition kan omvendt nævnes afdelingens vægtning af Ba-obligationer og kommunikationssektoren. Vi mener, at denne position er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men den udsætter ikke desto mindre porteføljen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Markedsmiljøet i første halvår 2014 var præget af faldende renter og dalende økonomisk aktivitet. I et sådant miljø klarer Ba-obligationer sig gerne bedre end B- og Caa-obligationer. Således klarede afdelingen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af Ba- og overvægt af Caa-obligationer. Hvis den økonomiske aktivitet falder yderligere, kan udstedere af high yield-obligationer risikere at opleve et fald i deres grundlæggende kreditforhold, som kan medføre udvidede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, samt et øget antal misligholdelser og dermed en højere misligholdelsesrate.

### Forventninger til markedet samt strategi

Afdelingen har på baggrund af det gunstige marked for nyudstedelser og lave misligholdelsesrater fortsat positive forventninger til high yield-obligationer. Et afkast, der ligger tæt på kuponrenten er det mest sandsynlige resultat for high yield-obligationer i 2014 i lyset af de historisk lave renter og høje gennemsnitskurser. Samtidig forventes high yield-markedet fortsat at give et attraktivt afkast i forhold til de fleste alternativer i rentemarkedet i investorernes fortsatte jagt på afkast.

De fleste investorer havde ikke forudset hverken de faldende renter på amerikanske statsobligationer eller den dalende økonomiske aktivitet i begyndelsen af 2014. En vending i amerikansk økonomi i løbet af andet halvår, i lighed med udviklingen i 2013, vil være gunstigt for high yield-markedet og kan betyde, at udstedere med lav kreditvurdering klarer sig bedre end udstedere med høj kreditvurdering. En styrket økonomi kan samtidig føre til gradvist stigende renter, hvilket måske vil betyde yderligere indsnævring af kreditspænd. Denne udvikling kan potentielt også være gunstig for high yield-markederne, så længe spændene kører langt nok ind til at absorbere en eventuelt højere rente.

I det nuværende marked mener vi, at en fornuftig beslutning vil være at placere en del af afdelingen relativt konservativt. Afdelingen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvis højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Desuden er afdelingen fortsat undervægtet i Ba- og overvægtet i Caa-obligationer. I lyset af afdelingens nuværende beholdninger vil den potentielt være negativt eksponeret mod faldende renter, som typisk er godt for high yield-obligationer med længere løbetider og med en højere kreditvurdering. Hvis renterne derimod stiger, og der sker en bedring i økonomien i andet halvår 2014 vil afdelingen nyde godt af den kortere varighed og den generelle forbedring af de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

# US HIGH YIELD BONDS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	115.929	135.755
Kursgevinster og tab	74.918	-85.725
Administrationsomkostninger	-23.990	-23.212
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>166.857</b>	<b>26.818</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	138.710	104.234
Obligationer 1]	3.697.358	3.349.950
Afledte finansielle instrumenter	28.205	44.810
Andre aktiver	58.425	55.926
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.922.699</b>	<b>3.554.920</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.874.516	3.544.392
Afledte finansielle instrumenter	1.030	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling	40.827	0
Anden gæld	6.326	10.528
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.922.699</b>	<b>3.554.920</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	63,3	26,9
§ 144a - nyemitterede	32,5	66,0
Øvrige finansielle instrumenter	4,3	7,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,1</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	3.544.392	4.356.546
Udlodning fra sidste år	-335.452	-328.463
Emissioner i perioden	508.151	842.574
Indløsninger i perioden	-10.869	-1.452.886
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.437	5.114
Periodens resultat	166.857	26.818
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.874.516</b>	<b>3.449.703</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.874.516	3.449.703
Antal andele	339.043	300.644
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	11.427,80	11.474,38
Afkast i DKK (pct)*]	4,66	-0,15
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,22	0,85
Administrationsomk. (pct)*]	0,64	0,58
ÅOP	1,63	1,52

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

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

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 124.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 125.

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

## US HIGH YIELD BONDS - AKKUMULERENDE KL

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Renter og udbytter	25.357	9.581
Kursgevinster og tab	14.369	8.307
Administrationsomkostninger	-5.373	-2.066
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>34.354</b>	<b>15.821</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	39.226	20.635
Obligationer 1]	899.247	601.581
Afledte finansielle instrumenter	5.405	8.049
Andre aktiver	13.308	10.061
<b>Aktiver i alt</b>	<b>957.186</b>	<b>640.326</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	946.844	638.417
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.826	0
Anden gæld	1.516	1.908
<b>Passiver i alt</b>	<b>957.186</b>	<b>640.326</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	64,4	23,0
§ 144a - nyemitterede	30,9	69,2
Øvrige finansielle instrumenter	4,7	7,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	638.417	0
Emissioner i perioden	272.505	622.590
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.567	6
Periodens resultat	34.354	15.821
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>946.844</b>	<b>638.417</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	946.844	638.417

\*) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

US High Yield Bonds, klass SEK W h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,15 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 5,71 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Faldende renter på amerikanske statsobligationer, især for obligationerne med lang løbetid, skabte positive rentemarkeder, herunder for high yield-markedet. Det største bidrag til andelsklassens relative resultat kom fra beholdningen af B-obligationer. Målt på det absolutte afkast klarede denne kategori sig dog relativt dår-

ligere end andelsklassens beholdning af obligationer med en kreditvurdering på »Ba« og en smule bedre end beholdningen af obligationer med en kreditvurdering på »Caa«. Kommunikation og energi var blandt de sektorer, der klarede sig bedst og gav de største bidrag til resultatet for første halvår 2014.

### Markedet

Andelsklassens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Der var stigende købsinteresse for high yield-obligationer i halvåret, hvilket var stik modsat situationen i samme periode året før, hvor mange investorer søgte væk fra high yield-markedet. Skønt der var stor udstedelsesaktivitet i halvåret, ligger den samlede udstedelse pr. 30. juni fortsat lavere i forhold til første halvår 2013. Udstedelsesaktiviteten drives fortsat af refinansiering, og låntagerne udnytter fortsat det lave renteniveau. Desuden steg aktiviteten i virksomhedsopkøb og -fusioner, hvilket førte til den største high yield-udstedelse nogensinde [selskabet Numericable Altice]. Endelig har misligholdelsesraten været lav, hvis man ser bort fra misligholdelsen i selskabet Energy Future Holdings Corp., som var ventet. Når der ses bort fra denne misligholdelse ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,56 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til andelsklassens relative resultat og udgjorde størstedelen af forskellen til benchmark. Mens andelsklassen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet i forhold til benchmark på obligationer med lang løbetid. Disse lange obligationer klarede sig bedre end markedet, idet de lange amerikanske statsobligationer oplevede større rentefald end de korte og mellemlange obligationer.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (1-7): 4

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

Fondskode: DK0060507358

Porteføljerådgiver: DDJ Capital Management, LLC

### VARIGHEDER

0-1 år	13,1%
1-3 år	32,2%
3-5 år	25,2%
5-10 år	24,6%
Øvrige inkl. likvide	4,9%

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassens overvægt af Caa- og B-obligationer bidrog lige som undervægten af Ba-obligationer negativt til det relative afkast. Modsat nød andelsklassen godt af effekten af et positivt papirvalg, da dens Ba3- og B1-obligationer klarede sig bedre end benchmark. Samtidig gav effekten fra det positive papirvalg inden for basisindustri og kommunikation et positivt bidrag til resultatet, mens obligationer fra udstedere inden for ikke-cyklisk forbrug klarede sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative resultat. Endelig trak kontantbeholdningen ned i resultatet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De særlige risici, der er forbundet med porteføljens eksponering, kan primært henføres til forventningerne til og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Porteføljen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmarket, f.eks. udstedelser med Caa-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som et eksempel på en større undervægtsposition kan omvendt nævnes andelsklassens vægtning af Ba-obligationer og kommunikationssektoren. Vi mener, at denne position er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men den udsætter ikke desto mindre porteføljen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Markedsmiljøet i første halvår 2014 var præget af faldende renter og dalende økonomisk aktivitet. I et sådant miljø klarer Ba-obligationer sig gerne bedre end B- og Caa-obligationer. Således klarede andelsklassen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af Ba- og overvægt af Caa-obligationer. Hvis den økonomiske aktivitet falder yderligere, kan udstedere af high yield-obligationer risikere at opleve et fald i deres grundlæggende kreditforhold, som kan medføre udvidede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, samt et øget antal misligholdelser og dermed en højere misligholdelsesrate.

### Forventninger til markedet samt strategi

Andelsklassen har på baggrund af det gunstige marked for nyudstedelser og lave misligholdelsesrater fortsat positive forventninger til high yield-obligationer. Et afkast, der ligger tæt på kuponrenten, er det mest sandsynlige resultat for high

yield-obligationer i 2014 i lyset af de historisk lave renter og høje gennemsnitskurser. Samtidig forventes high yield-markedet fortsat at give et attraktivt afkast i forhold til de fleste alternativer i rentemarkedet i investorernes fortsatte jagt på afkast.

De fleste investorer havde ikke forudset hverken de faldende renter på amerikanske statsobligationer eller den dalende økonomiske aktivitet i begyndelsen af 2014. En vending i amerikansk økonomi i løbet af andet halvår, i lighed med udviklingen i 2013, vil være gunstigt for high yield-markedet og kan betyde, at udstedere med lav kreditvurdering klarer sig bedre end udstedere med høj kreditvurdering. En styrket økonomi kan samtidig føre til gradvist stigende renter, hvilket måske vil betyde yderligere indsnævring af kreditspændene. Denne udvikling kan potentielt også være gunstig for high yield-markederne, så længe spændene kører langt nok ind til at absorbere en eventuelt højere rente.

I det nuværende marked mener vi, at en fornuftig beslutning vil være at placere en del af andelsklassen relativt konservativt. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Desuden er andelsklassen fortsat undervægtet i Ba- og overvægtet i Caa-obligationer. I lyset af andelsklassens nuværende beholdninger vil den potentielt være negativt eksponeret mod faldende renter, som typisk er godt for high yield-obligationer med længere løbetider og med en højere kreditvurdering. Hvis renterne derimod stiger, og der sker en bedring i økonomien i andet halvår 2014, vil andelsklassen nyde godt af den kortere varighed og den generelle forbedring af de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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 blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigt og dermed renteutviklingen.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

US High Yield Bonds, klass SEK W h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

#### US HIGH YIELD BONDS, KLASSE SEK W H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.535	842
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-901	-620
Administrationsomkostninger	-217	-86
<b>Klassens resultat</b>	<b>418</b>	<b>136</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	27.780	0
Emissioner i perioden	12.300	27.646
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	80	-1
Periodens resultat	418	136
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>40.578</b>	<b>27.780</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	40.578	27.780
Antal andele	460.069	320.000
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	108,29	102,98
Afkast i SEK (pct)*]	5,15	2,98
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	5,71	3,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,65	1,28

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

US High Yield Bonds, osuulaji EUR W h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,75 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 5,39 pct. målt i EUR.

Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Faldende renter på amerikanske statsobligationer, især for obligationerne med lang løbetid, skabte positive rentemarkeder, herunder for high yield-markedet. Det største bidrag til andelsklassens relative resultat kom fra beholdningen af B-obligationer. Målt på det

absolutte afkast klarede denne kategori sig dog relativt dårligere end andelsklassens beholdning af obligationer med en kreditvurdering på »Ba« og en smule bedre end beholdningen af obligationer med en kreditvurdering på »Caa«. Kommunikation og energi var blandt de sektorer, der klarede sig bedst og gav de største bidrag til resultatet for første halvår 2014.

### Markedet

Andelsklassens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Der var stigende købsinteresse for high yield-obligationer i halvåret, hvilket var stik modsat situationen i samme periode året før, hvor mange investorer søgte væk fra high yield-markedet. Skønt der var stor udstedelsesaktivitet i halvåret, ligger den samlede udstedelse pr. 30. juni fortsat lavere i forhold til første halvår 2013. Udstedelsesaktiviteten drives fortsat af refinansiering, og låntagerne udnytter fortsat det lave renteniveau. Desuden steg aktiviteten i virksomhedsopkøb og -fusioner, hvilket førte til den største high yield-udstedelse nogensinde (selskabet Numericable Altice). Endelig har misligholdelsesraten været lav, hvis man ser bort fra misligholdelsen i selskabet Energy Future Holdings Corp., som var ventet. Når der ses bort fra denne misligholdelse ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,64 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til andelsklassens relative resultat og udgjorde størstedelen af forskellen til benchmark. Mens andelsklassen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet i forhold til benchmark på obligationer med lang løbetid. Disse lange obligationer klarede sig bedre end markedet, idet de lange amerikanske statsobligationer oplevede større rentefald end de korte og mellemlange obligationer.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	13,1%
1-3 år	32,2%
3-5 år	25,2%
5-10 år	24,7%
Øvrige inkl. likvide	4,8%



## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassens overvægt af Caa- og B-obligationer bidrog lige som undervægten af Ba-obligationer negativt til det relative afkast. Modsat nød andelsklassen godt af effekten af et positivt papirvalg, da dens Ba3- og B1-obligationer klarede sig bedre end benchmark. Samtidig gav effekten fra det positive papirvalg inden for basisindustri og kommunikation et positivt bidrag til resultatet, mens obligationer fra udstedere inden for ikke-cyklisk forbrug klarede sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative resultat. Endelig trak kontantbeholdningen ned i resultatet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De særlige risici, der er forbundet med porteføljens eksponering, kan primært henføres til forventningerne til og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Porteføljen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmarket, f.eks. udstedelser med Caa-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som et eksempel på en større undervægtsposition kan omvendt nævnes andelsklassens vægtning af Ba-obligationer og kommunikationssektoren. Vi mener, at denne position er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men den udsætter ikke desto mindre porteføljen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Markedsmiljøet i første halvår 2014 var præget af faldende renter og dalende økonomisk aktivitet. I et sådant miljø klarer Ba-obligationer sig gerne bedre end B- og Caa-obligationer. Således klarede andelsklassen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af Ba- og overvægt af Caa-obligationer. Hvis den økonomiske aktivitet falder yderligere, kan udstedere af high yield-obligationer risikere at opleve et fald i deres grundlæggende kreditforhold, som kan medføre udvidede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, samt et øget antal misligholdelser og dermed en højere misligholdelsesrate.

### Forventninger til markedet samt strategi

Andelsklassen har på baggrund af det gunstige marked for nyudstedelser og lave misligholdelsesrater fortsat positive forventninger til high yield-obligationer. Et afkast, der ligger tæt på kuponrenten, er det mest sandsynlige resultat for high

yield-obligationer i 2014 i lyset af de historisk lave renter og høje gennemsnitskurser. Samtidig forventes high yield-markedet fortsat at give et attraktivt afkast i forhold til de fleste alternativer i rentemarkedet i investorernes fortsatte jagt på afkast.

De fleste investorer havde ikke forudset hverken de faldende renter på amerikanske statsobligationer eller den dalende økonomiske aktivitet i begyndelsen af 2014. En vending i amerikansk økonomi i løbet af andet halvår, i lighed med udviklingen i 2013, vil være gunstigt for high yield-markedet og kan betyde, at udstedere med lav kreditvurdering klarer sig bedre end udstedere med høj kreditvurdering. En styrket økonomi kan samtidig føre til gradvist stigende renter, hvilket måske vil betyde yderligere indsnævring af kreditspændene. Denne udvikling kan potentielt også være gunstig for high yield-markederne, så længe spændene kører langt nok ind til at absorbere en eventuelt højere rente.

I det nuværende marked mener vi, at en fornuftig beslutning vil være at placere en del af andelsklassen relativt konservativt. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Desuden er andelsklassen fortsat undervægtet i Ba- og overvægtet i Caa-obligationer. I lyset af andelsklassens nuværende beholdninger vil den potentielt være negativt eksponeret mod faldende renter, som typisk er godt for high yield-obligationer med længere løbetider og med en højere kreditvurdering. Hvis renterne derimod stiger, og der sker en bedring i økonomien i andet halvår 2014, vil andelsklassen nyde godt af den kortere varighed og den generelle forbedring af de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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 blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigt og dermed renteutviklingen.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

#### US HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	8.777	1.119
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	103	39
Administrationsomkostninger	-1.335	-122
<b>Klassens resultat</b>	<b>7.545</b>	<b>1.037</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	38.321	0
Emissioner i perioden	244.009	37.286
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.382	-2
Periodens resultat	7.545	1.037
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>291.258</b>	<b>38.321</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	291.258	38.321
Antal andele	3.630.345	500.000
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,76	10,27
Afkast i EUR (pct)*]	4,75	2,73
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	5,39	3,34
Administrationsomk. (pct)*]	0,65	1,28

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK Wh, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### Risikoprofil

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

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,60 pct., mens benchmark steg 5,22 pct.

Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Faldende renter på amerikanske statsobligationer, især for obligationerne med lang løbetid, skabte positive rentemarkeder, herunder for high yield-markedet. Det største bidrag til andelsklassens relative resultat kom fra beholdningen af B-obligationer. Målt på det

absolutte afkast klarede denne kategori sig dog relativt dårligere end andelsklassens beholdning af obligationer med en kreditvurdering på »Ba« og en smule bedre end beholdningen af obligationer med en kreditvurdering på »Caa«. Kommunikation og energi var blandt de sektorer, der klarede sig bedst og gav de største bidrag til resultatet for første halvår 2014.

### Markedet

Andelsklassens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Der var stigende købsinteresse for high yield-obligationer i halvåret, hvilket var stik modsat situationen i samme periode året før, hvor mange investorer søgte væk fra high yield-markedet. Skønt der var stor udstedelsesaktivitet i halvåret, ligger den samlede udstedelse pr. 30. juni fortsat lavere i forhold til første halvår 2013. Udstedelsesaktiviteten drives fortsat af refinansiering, og låntagerne udnytter fortsat det lave renteniveau. Desuden steg aktiviteten i virksomhedsopkøb og -fusioner, hvilket førte til den største high yield-udstedelse nogensinde (selskabet Numericable Altice). Endelig har misligholdelsesraten været lav, hvis man ser bort fra misligholdelsen i selskabet Energy Future Holdings Corp., som var ventet. Når der ses bort fra denne misligholdelse ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,62 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til andelsklassens relative resultat og udgjorde størstedelen af forskellen til benchmark. Mens andelsklassen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet i forhold til benchmark på obligationer med lang løbetid. Disse lange obligationer klarede sig bedre end markedet, idet de lange amerikanske statsobligationer oplevede større rentefald end de korte og mellemlange obligationer.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged DKK
Fondskode: DK0060507192
Porteføljeraðgiver: DDJ Capital Management, LLC

### VARIGHEDER

0-1 år	13,1%
1-3 år	32,2%
3-5 år	25,2%
5-10 år	24,7%
Øvrige inkl. likvide	4,8%

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassens overvægt af Caa- og B-obligationer bidrog lige som undervægten af Ba-obligationer negativt til det relative afkast. Modsat nød andelsklassen godt af effekten af et positivt papirvalg, da dens Ba3- og B1-obligationer klarede sig bedre end benchmark. Samtidig gav effekten fra det positive papirvalg inden for basisindustri og kommunikation et positivt bidrag til resultatet, mens obligationer fra udstedere inden for ikke-cyklisk forbrug klarede sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative resultat. Endelig trak kontantbeholdningen ned i resultatet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De særlige risici, der er forbundet med porteføljens eksponering, kan primært henføres til forventningerne til og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Porteføljen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmarket, f.eks. udstedelser med Caa-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som et eksempel på en større undervægtsposition kan omvendt nævnes andelsklassens vægtning af Ba-obligationer og kommunikationssektoren. Vi mener, at denne position er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men den udsætter ikke desto mindre porteføljen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Markedsmiljøet i første halvår 2014 var præget af faldende renter og dalende økonomisk aktivitet. I et sådant miljø klarer Ba-obligationer sig gerne bedre end B- og Caa-obligationer. Således klarede andelsklassen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af Ba- og overvægt af Caa-obligationer. Hvis den økonomiske aktivitet falder yderligere, kan udstedere af high yield-obligationer risikere at opleve et fald i deres grundlæggende kreditforhold, som kan medføre udvidede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, samt et øget antal misligholdelser og dermed en højere misligholdelsesrate.

### Forventninger til markedet samt strategi

Andelsklassen har på baggrund af det gunstige marked for nyudstedelser og lave misligholdelsesrater fortsat positive forventninger til high yield-obligationer. Et afkast, der ligger tæt på kuponrenten, er det mest sandsynlige resultat for high yield-obligationer i 2014 i lyset af de historisk lave renter og høje gennemsnitskurser. Samtidig forventes high yield-markedet fortsat at give et attraktivt afkast i forhold til de fleste alternativer i rentemarkedet i investorernes fortsatte jagt på afkast.

De fleste investorer havde ikke forudset hverken de faldende renter på amerikanske statsobligationer eller den dalende økonomiske aktivitet i begyndelsen af 2014. En vending i amerikansk økonomi i løbet af andet halvår, i lighed med udviklingen i 2013, vil være gunstig for high yield-markedet og kan betyde, at udstedere med lav kreditvurdering klarer sig bedre end udstedere med høj kreditvurdering. En styrket økonomi kan samtidig føre til gradvist stigende renter, hvilket måske vil betyde yderligere indsnævring af kreditspændene. Denne udvikling kan potentielt også være gunstig for high yield-markederne, så længe spændene kører langt nok ind til at absorbere en eventuelt højere rente.

I det nuværende marked mener vi, at en fornuftig beslutning vil være at placere en del af andelsklassen relativt konservativt. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvis højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Desuden er andelsklassen fortsat undervægtet i Ba- og overvægtet i Caa-obligationer. I lyset af andelsklassens nuværende beholdninger vil den potentielt være negativt eksponeret mod faldende renter, som typisk er godt for high yield-obligationer med længere løbetider og med en højere kreditvurdering. Hvis renterne derimod stiger, og der sker en bedring i økonomien i andet halvår 2014, vil andelsklassen nyde godt af den kortere varighed og den generelle forbedring af de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 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 blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigt og dermed renteutviklingen.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

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

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	30.149	16.442
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-3.758	-1.794
<b>Klassens resultat</b>	<b>26.391</b>	<b>14.648</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	572.316	0
Emissioner i perioden	16.197	557.659
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	104	9
Periodens resultat	26.391	14.648
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>615.008</b>	<b>572.316</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	12.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	615.008	572.316
Antal andele	5.727.674	5.575.150
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,37	102,65
Afkast i DKK (pct)*]	4,60	2,65
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,22	3,26
Administrationsomk. (pct)*]	0,64	1,28
ÅOP	1,61	1,61

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## USA

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2014« 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, eller som er noteret på børser markedspladser i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,6 pct., mens benchmark steg 7,44 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina, samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

Hvis vi ser på de udviklede økonomier, klarede de amerikanske markeder sig bedre end markederne uden for USA, og alle markedssektorer leverede positive afkast målt i danske kroner. Kraftig aktivitet på M&A-området, som nogle ser som et tegn på øget økonomisk fremgang, samt verdens centralbankers fortsatte lempelige pengepolitik var medvirkende til at øge optimismen i perioden. Sektorerne forsyning, energi og sundhed klarede sig bedst i perioden, mens forbrugsgoder, industri og telekommunikation klarede sig dårligere end markedet generelt.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,84 procentpoint lavere end udviklingen i benchmark. Afdelingen er sammensat af flere strategier. Cirka en tredjedel af afdelingen forvaltes af en US Mid Cap manager - 300 North Capital. Deres merafkast var negativ - dels overfor Mid Cap benchmarket, dels overfor afdelingens benchmark MSCI USA. Årsagen var, at vækstaktier inden for sektorerne it og sundhed i denne del af afdelingen gav et afkast noget under markedet som helhed. En tredjedel af afdelingen består af aktier, som vi forventer over tid vil give et højere afkast end markedet som helhed. Det er især aktier udstedt af mindre virksomheder, aktier som er særligt billigt prisen fastsat og aktier med mindre udsving end markedet som helhed. Afkastet var i perioden lidt mindre end markedet som helhed. Den sidste tredjedel af afdelingen er en portefølje, som følger markedsudviklingen tæt.

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

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Samlet set har vi nu et mere forsigtigt syn på den globale økonomi, end vi havde sidste år. Selvom vi fortsat venter moderat fremgang i amerikansk økonomi i 2014, tror vi, at en svækkelse i økonomien kan være på vej, og vores BNP-

### AFDELINGENS PROFIL

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

### BRANCHEFORDELING

Informationsteknologi	18,5%
Forbrugsgoder	17,3%
Finans	13,6%
Industri	13,2%
Sundhedspleje	12,7%
Øvrige inkl. likvide	24,7%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,24
Standardafvigelse	10,48
Tracking error	1,89
Information Ratio	-1,28
Jensen Alpha	-0,21
Sharpe Ratio (benchm.)	1,54
Standardafvigelse (benchm.)	10,03
Active share	47,47

Måleperiode: Sep. 2009 til jun. 2014

## USA



prognose er under konsensus. Vi følger fortsat kinesisk økonomi meget nøje, og vi har på det seneste noteret visse svaghedstegn. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremsset op og kreditmarkedet er fortsat stramt. Der er desuden fortsat geopolitiske risici, især konflikten mellem Rusland og Ukraine og den nylige opblussen af volden i Irak. Begge kan eskalere og påvirke den økonomiske vækst og tilliden til den globale økonomi i negativ retning. Da euroområdet fortsat viser tegn på stabilisering, er vores bekymring for denne region mindsket. Opsvinget er dog endnu på et tidligt stadie, og ledigheden er fortsat høj. Risikoen for endnu en recession kan ikke helt afvises, og dette udgør en mulig risiko for væksten i den globale økonomi.

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

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

Afdelingen vil indtil videre have overvægt af mindre selskaber og selskaber, som samlet set giver en øget markedsfølsomhed. Der er også en eksponering mod selskaber med en attraktiv værdiansættelse og stigende dividendeudbetalinger.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 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, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## USA

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	26.684	42.561
Kursgevinster og tab	152.078	391.361
Administrationsomkostninger	-18.839	-17.266
Resultat før skat	159.923	416.657
Rente- og udbytteskat	-3.354	-4.417
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>156.569</b>	<b>412.239</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	26.893	25.596
Kapitalandele 1]	2.927.251	2.847.982
Mellemværende vedr. handelsafvikling	62	14
Andre aktiver	2.341	2.706
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.956.547</b>	<b>2.876.298</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.952.887	2.868.081
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	3
Anden gæld	3.660	8.214
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.956.547</b>	<b>2.876.298</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	99,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	0,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	2.868.081	3.047.050
Udlodning fra sidste år	-453.481	-243.232
Emissioner i perioden	699.536	498.911
Indløsninger i perioden	-318.969	-872.088
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.151	2.341
Periodens resultat	156.569	412.239
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.952.887</b>	<b>2.845.221</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.952.887	2.845.221
Antal andele	21.975.300	20.523.537
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	134,37	138,63
Afkast i DKK (pct)*]	5,60	15,14
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	7,44	14,92
Administrationsomk. (pct)*]	0,64	0,60
ÅOP	1,58	1,41

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.



## USA LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i USA. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I halvårsrapportens afsnit om 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 risikoindekoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,48 pct. målt i USD, hvor det amerikanske aktiemarked sammenlignet steg 5,60 pct. målt i USD. Afdelingen har ikke et benchmark tilknyttet. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til det generelle amerikanske aktiemarked

og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, især i USA og Kina samt nye pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank.

### Markedet

Hvis vi ser på de udviklede økonomier, klarede de amerikanske markeder sig bedre end markederne uden for USA, og alle markedssektorer leverede positive afkast målt i danske kroner. Kraftig aktivitet på M&A-området, som nogle ser som et tegn på øget økonomisk fremgang, samt verdens centralbankers fortsatte lempelige pengepolitik var medvirkende til at øge optimismen i perioden. Sektorerne forsyning, energi og sundhed klarede sig bedst i perioden, mens forbrugsgoder, industri og telekommunikation klarede sig dårligere end markedet generelt.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen gav et afkast på 4,48 pct. målt i USD. Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast.

Afdelingen har været investeret i defensive aktier som følge af investeringsstrategien. Strategien har i første halvår 2014 bidraget negativt til performance sammenlignet med det amerikanske markedet. Det er primært aktieudvælgelsen inden for sektoren it, som har været årsag til det meget utilfredsstillende resultat. Afdelingens allokering til mineselskaber inden for materiale-sektoren har bidraget positivt til afkastet i første halvår 2014.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Vi er som følge af afdelingens strategi undervægtet i aktier med store kursudsving (volatilitet) og forventer fortsat at være det i anden halvår af 2014.

Afdelingen vil tilstræbe at afspejle det amerikanske investeringsunivers samtidigt med, at risikoen minimeres mest muligt ved at minimere daglige kursudsving. Der forventes dog at være afvigelser på sektorniveau sammenholdt med det

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juli 2008
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060143485
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

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

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,42
Standardafvigelse	9,63

## USA LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

amerikanske marked. Årsagen er, at der er store forskelle i selskabernes karakteristika. En del af strategien er at udnytte disse forskelle, så risikoen (kursudsving) minimeres. Det afspejler sig i afdelingens aktievalg og sammensætning.

Investeringsprocessen er i overvejende grad baseret på en matematisk model, hvor afkast-, inflations- og makroforventninger alene indgår indirekte via modellens estimationsmetodik. Der indgår således ikke afkastforventninger direkte i forbindelse med aktievalg og sammensætning af afdelingen

### Forventninger til markedet samt strategi for resten af 2014

Vi forventer beherskede positive afkast på aktiemarkederne i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere økonomiske vækst vil resultere i en stærkere indtjeningsvækst i fremtiden. Der kan dog meget vel komme perioder med svagere markeder f.eks. som følge af rentestigninger på obligationsmarkederne eller af frygt for energiforsyningen som følge af uro i Mellemøsten eller Ukraine. Markederne vil også kunne blive svækket, hvis indtjeningsvæksten eller den økonomiske vækst skuffer.

Afdelingen følger en strategi, som i altovervejende grad er defineret ved en matematisk model. Der investeres bredt, og det tilstræbes, at sektorfordelingen ikke afviger for meget (+/- 5 procentpoint) i forhold til MSCI USA. Der indgår ikke afkastforventninger for enkeltaktier i den anvendte model men alene risikoestimer.

Afdelingens afkast kan afvige væsentligt fra det amerikanske marked særligt pga. den defensive investeringsstrategi. Det må forventes, at afdelingen stiger mindre end det amerikanske marked, når dette stiger – og omvendt at afdelingen falder mindre, når det amerikanske marked falder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et mindre afkast end markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet blandt andet afhængigt af, hvordan den fremtidige regulering af den finansielle sektor i Europa, den politiske udvikling i USA og den kinesiske penge- og kreditpolitik vil påvirke de globale vækstudsigter.

## USA LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

### RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.140	1.944
Kursgevinster og tab	4.226	12.814
Administrationsomkostninger	-574	-712
Resultat før skat	4.792	14.046
Rente- og udbytteskat	-159	-189
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>4.633</b>	<b>13.857</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	567	1.127
Kapitalandele 1]	95.290	90.273
Andre aktiver	108	112
<b>Aktiver i alt</b>	<b>95.965</b>	<b>91.511</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	95.868	91.235
Anden gæld	98	277
<b>Passiver i alt</b>	<b>95.965</b>	<b>91.511</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	98,8
Øvrige finansielle instrumenter	0,6	1,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	91.235	110.158
Indløsninger i perioden	0	-16.748
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	0	21
Periodens resultat	4.633	13.857
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>95.868</b>	<b>107.288</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	95.868	107.288
Antal andele	106.598	132.024
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	165,16	141,62
Afkast i DKK [pct]*]	4,48	11,49
Administrationsomk. [pct]*]	0,62	0,65
ÅOP	1,31	1,31

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## Sådan læser du afdelingernes regnskaber

Her gives en kort forklaring på de forskellige dele af afdelingernes regnskaber, som findes fra side 22 til 139 i årsrapporten.

### Afdelingens profil

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

### Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindikatoren fra dokumentet Central Investorinformation.

### Risikoen

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

### Nøgletal for risiko

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

- Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Standardafvigelsen 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.
- Jensen Alpha er et matematisk udtryk for, i hvor høj grad en investering har givet merværdi i forhold til benchmark.
- Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving. Benyttes i investeringsforeningerne til at måle de historiske udsving i en afdelings afkast. Jo lavere standardafvigelsen er, desto mere stabilt har afdelingen udviklet sig.
- 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.

### Tablet med fordeling

Viser hvordan afdelingens værdipapirbeholdning og likvider var fordelt pr. 30.6.2014. For danske obligationsafdelinger viser vi typisk en fordeling på varigheder, mens vi for udenlandske aktieafdelinger typisk viser en fordeling på lande eller brancher. Fordelingerne opdateres månedligt på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Kommentar til afkast m.v.

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

### Resultatopgørelse

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

### Balance

Afdelingens aktiver og passiver pr. 30.6.2014. Aktiverne er i al væsentlighed de aktier og/eller obligationer, afdelingen investerer i. Passiverne er primært værdien af de Danske Investbeviser, investorerne ejer i afdelingen – også kaldet investorernes formue.

### Nøgletal for halvåret

De væsentligste nøgletal for afdelingens udvikling. De fleste nøgletal er forklaret i regnskabspraksis i årsrapporten for 2013 og i ordbogen, der findes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP)

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

### Note om medlemmernes formue

Specificerer hvordan afdelingens formue har udviklet sig i løbet af året. Er cirkulerende kapital højere pr. 30.6.2014 end primo 2014, har der netto været efterspørgsel efter beviser i afdelingen. Under formueværdi viser vi bevægelserne gjort op i kursværdier.

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klasserne

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

## Danske Invest

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

Telefon 33 33 71 71  
[www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk)  
[danskeinvest@danskeinvest.com](mailto:danskeinvest@danskeinvest.com)

### Bestyrelse

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

### Direktion

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

### Revision

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

Depotbank  
Danske Bank

### Layout

BEYER DESIGN &  
Lotte Skov Christiansen

**Danske Invest**

Danske Invest  
Parallevej 17  
2800 Kgs. Lyngby  
Tlf. 33 33 71 71  
[www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk)  
[danskeinvest@danskeinvest.com](mailto:danskeinvest@danskeinvest.com)