



# Halvårsrapport 2014

Investeringsforeningen  
Danske Invest

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	24
Sådan læser du afdelingernes regnskaber	357

## LÆSEVEJLEDNING

Investeringsforeningen Danske Invest 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

- 24 Afrika - Akkumulerende KL
- 26 • Afrika, klass SEK
- 29 • Afrika, klasse NOK
- 32 • Afrika - Akkumulerende, klasse DKK
- 35 • Afrikka, osuuslaji EUR
- 38 Bioteknologi
- 41 Danmark
- 44 Danmark - Akkumulerende
- 47 Danmark Fokus
- 50 Danmark Indeks
- 53 Danmark Indeks Small Cap
- 56 Dannebrog Mellemlange Obligationer
- 59 Danske Indeksobligationer
- 62 Danske Korte Obligationer
- 65 Danske Lange Obligationer
- 68 Euro High Yield-Obligationer
- 71 Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL
- 73 • Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- 76 • Euro High Yield-obligationer, klass SEK h
- 79 • Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h
- 82 Euro Investment Grade-Obligationer
- 85 Europa
- 88 Europa Fokus
- 91 Europa Fokus - Akkumulerende KL
- 94 Europa Højt Udbytte
- 97 Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL
- 100 Europa Indeks
- 103 Europa Indeks BNP
- 106 Europa Small Cap
- 109 Europa Valutasikret - Akkumulerende
- 112 Europæiske Obligationer
- 115 Fjernøsten
- 118 Fjernøsten Indeks
- 120 Fonde
- 123 Global Indeks
- 126 Global Indeks 2
- 128 Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL
- 131 Global Plus
- 134 Global StockPicking
- 137 Global StockPicking 2
- 140 Global StockPicking - Akkumulerende KL
- 142 • Global StockPicking, klasse NOK
- 145 • Global StockPicking, osuuslaji EUR
- 148 • Global StockPicking - Akk., klasse DKK
- 151 Globale High Yield-Obligationer
- 154 Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL
- 156 • Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h
- 159 • Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- 162 • Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- 165 • Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h
- 168 Globale Lange Indeksobligationer
- 171 Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL
- 173 • Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- 176 • Globala Realräntor, klass SEK h
- 179 • Globale Indeksobligationer - Akk., klasse DKK h
- 182 • Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h
- 185 Globale Mellemlange Indeksobligationer
- 188 Globale Virksomhedsobligationer
- 191 Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL
- 193 • Horisont Pension 2020, klass SEK
- 196 Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL
- 198 • Horisont Pension 2030, klass SEK
- 201 Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL
- 203 • Horisont Pension 2040, klass SEK
- 206 Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL
- 208 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK
- 211 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK I
- 214 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK W
- 217 Japan
- 220 Kina
- 223 KlimaTrends
- 226 Latinamerika
- 229 Latinamerika - Akkumulerende KL
- 231 • Latinamerika, klass SEK
- 234 • Latinamerika, klasse NOK
- 237 Mix - Akkumulerende
- 240 Mix Defensiv - Akkumulerende
- 243 Mix Obligationer
- 246 Mix Obligationer - Akkumulerende
- 249 Mix Offensiv - Akkumulerende
- 252 Mix Offensiv Plus - Akkumulerende
- 255 Norden
- 258 Norden Indeks
- 261 Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk. KL
- 263 • NFO, klass SEK Y h
- 266 • Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- 269 • Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- 272 • Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., klasse DKK h
- 275 • Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h
- 278 Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL
- 280 • Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- 283 • Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I
- 286 Nye Markeder
- 289 Nye Markeder - Akkumulerende KL
- 291 • Global Emerging Markets, klasse NOK
- 294 • Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK
- 297 Nye Markeder Obligationer
- 300 Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL
- 302 • Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- 305 • Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h
- 308 • Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- 311 • Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h
- 314 Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta
- 317 Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., KL
- 319 • Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
- 322 • Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., klasse DKK
- 325 Nye Markeder Small Cap
- 328 Teknologi
- 331 Tyskland
- 334 Udenlandske Obligationsmarkeder
- 337 USA
- 340 USA - Akkumulerende KL
- 342 • USA, klass SEK
- 345 • USA, klasse NOK
- 348 • USA - Akkumulerende, klasse DKK h
- 351 Østeuropa
- 354 Østeuropa Konvergens

# Halvårsrapport 2014

## Investeringsforeningen

### Danske Invest

#### 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 Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h sig bedst bedst. Andelsklassen gav et afkast på 9,02 pct. i NOK. I den modsatte ende af skalaen lå afdeling Globale Mellemlange Indeksobligationer, som gav et afkast på 0,95 pct.

Aktieafdelingernes og deres andelsklassers afkast varierer fra 23,15 pct. i afdeling Danmark Fokus til -0,79 pct. i afdeling Kina.

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

#### Acontoudbytter

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

AFDELING	ACONTOUDBYTTE I KR. PR. STK.
Dannebrog Mellemlange Obligationer	1,00
Danske Lange Obligationer	1,30
Fonde	1,10

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

#### Salg af investeringsbeviser

Formuen i Investeringsforeningen Danske Invest var pr. 30. juni 2014 145,7 mia. kroner mod en formue på 134,1 mia. kroner ultimo 2013. Nettosalget af investeringsbeviser beløb sig i første halvår til 6,8 mia. kroner.

#### Ændringer og nyheder

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

##### Nye afdelinger og andelsklasser

Den 11. juni 2014 introducerede vi en ny afdeling: Globale Mellemlange Indeksobligationer. Afdelingens målsætning er – som vores øvrige afdelinger med indeksobligationer – at give et afkast, der afspejler det aktuelle inflationsniveau og dermed give investorerne en beskyttelse mod, at investeringen bliver udhulet af inflation. Baggrunden for etableringen af afdelingen er blandt andet, at en del kunder har ytret ønske om et alternativ med kortere varighed end den allerede eksisterende afdeling med lange indeksobligationer.

Pr. den 26. juni 2014 blev den eneste afdeling i Specialforeningen Danske Invest, nemlig afdeling Indeksobligationer, overflyttet til foreningen. I samme forbindelse skiftede afdelingen navn til Danske Indeksobligationer. Afdelingen investerer – som navnet angiver – i danske indeksobligationer. Afdelingen er pga. skatteforhold lukket for emission.

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.

I første halvdel af 2014 har vi introduceret en række nye andelsklasser under allerede eksisterende afdelinger.

I Danmark introducerede vi den 8. april en ny klasse, Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende,



## 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.

klasse DKK under afdeling Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL, der primært investerer i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta.

Flere af de nye andelsklasser er denomineret i norske kroner (NOK) og henvender sig til det norske marked:

- Den 13. juni lancerede vi andelsklassen Global Stock-Picking, klasse NOK under afdeling Global StockPicking – Akkumulerende KL, der investerer globalt i aktier.
- Den 13. juni lancerede vi andelsklassen Global Emerging Markets, klasse NOK under afdeling Nye Markeder – Akkumulerende KL, der investerer i aktier fra de nye markeder.

Også på det finske marked introducerede vi en række andelsklasser, denomineret i EUR:

- Den 22. maj lancerede vi klassen Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h under afdeling Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL, der investerer i udenlandske high yield- virksomhedsobligationer, dvs. obligationer med lav kreditkvalitet.
- Den 22. maj introducerede vi klassen Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h under afdeling Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL, der primært investerer i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i såkaldt hård valuta som USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR.

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.

## SE VORES ORDBOG

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

TIDLIGERE NAVN		NYT NAVN
Globale Indeksobligationer	>	Globale Lange Indeksobligationer
Globale Indeksobligationer - Akkumulerende KL	>	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL
Globale Indeksobligationer - Akkumulerende klasse DKK h	>	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende klasse DKK h

### Navneændringer

På forårets generalforsamling blev der vedtaget en række navneændringer, som fremgår af skemaet ovenfor. Baggrunden for navneændringen, hvor der tilføjes et »lange« foran »indeksobligationer«, er, at afdelingernes navne skal tydeliggøre forskellen mellem dem og den nye afdeling Globale Mellemlange Indeksobligationer.

Navneændringerne er gennemført pr. 1. juli 2014.

### Justering af strategier mv.

På forårets generalforsamlinger blev det besluttet at ændre vedtægternes investeringsrammer for afdeling Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL, så aktier maksimalt kan udgøre 5 pct. af afdelingens formue mod hidtil 10 pct. Ændringen er trådt i kraft pr. 1. juli 2014.

På samme generalforsamling blev det vedtaget at ændre vedtægternes omtale af afdeling Østeuropa, således at investering i Tyrkiet kan ske på lige fod med investering i de lande, der traditionelt betragtes som Østeuropa. Ændringen er trådt i kraft pr. 1. juli 2014.

### 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 drifts-

omkostninger, 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, ligesom oplysninger om de årlige omkostninger i procent (ÅOP) findes samme sted.

### Nyt medlem af bestyrelsen

På forårets generalforsamling foreslog bestyrelsen at udvide bestyrelsen med advokat Bo Holse. Med baggrund i Bo Holses erfaring med arbejde for adskillige finansielle institutioner vil han blandt andet kunne bidrage i relation til vurdering og drøftelser af finansielle og juridiske forhold. Bo Holse er advokat og har blandt andet været ekstern lektor i kapitalmarkedsret ved Aarhus Universitet og underviser i finanseringsret på Handelshøjskolen i Aarhus.

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



# 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. Obligationsafdelingerne 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 varslede 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 spændindsnævringerne 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-dollar 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.
Afrika - Akkumulerende KL	
• Afrika, klass SEK	13,04
• Afrika, klasse NOK	6,54
• Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	9,27
• Afrika, osuuslaji EUR	9,40
Bioteknologi	37,88
Danmark	19,56
Danmark - Akkumulerende	19,40
Danmark Fokus	21,97
Danmark Indeks	14,98
Danmark Indeks Small Cap	8,98
Dannebrog Mellemlange Obligationer	4,52
Danske Indeksobligationer	4,15
Danske Korte Obligationer	1,74
Danske Lange Obligationer	6,37
Euro High Yield-Obligationer	5,79
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL	
• Euro High Yield-Obligasjon, klasse NOK h	6,48
• Euro High Yield-Obligationer, klasse SEK h	5,70
• Euro High Yield-Obl. - Akk., klasse DKK h	5,55
Euro Investment Grade-Obligationer	6,48
Europa	4,56
Europa Fokus	÷ 0,94
Europa Fokus - Akkumulerende KL	÷ 1,06
Europa Højt Udbytte	11,13
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	11,11
Europa Indeks	7,22
Europa Indeks BNP	7,15
Europa Small Cap	0,27
Europa Valutasikret - Akkumulerende	2,66
Europæiske Obligationer	7,86
Fjernøsten	18,24
Fjernøsten Indeks	15,36
Fonde	3,07
Global Indeks	11,22
Global Indeks 2	11,20
Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL	7,45
Global Plus	8,10
Global StockPicking	8,06
Global StockPicking 2	8,18
Global StockPicking - Akkumulerende KL	
• Global StockPicking, klasse NOK	1,44
• Global StockPicking, osuuslaji EUR	8,13
• Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK	8,12
Globale High Yield-Obligationer	4,39
Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL	
• Global High Yield Bonds - Accumulating, Class EUR h	4,86
• Globala High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,29
• Globala High Yield Obligasjon, klasse NOK h	5,72
• Globala High Yield-Obligationer, klasse SEK h	5,16
Globale Lange Indeksobligationer	7,23
Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL	
• Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	8,19
• Globala Realräntor, klasse SEK h	7,79
• Globale Lange Indeksobl. - Akkumulerende, kl. DKK h	7,22
• Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h	8,39
Globale Mellemlange Indeksobligationer	1,09
Globale Virksomhedsobligationer	6,46
Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL	
• Horisont Pension 2020, klasse SEK	8,22

## AFKASTENE FREM TIL 27. AUGUST 2014 (FORTSAT)

Afdeling	Pct.
Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL	
• Horisont Pension 2030, klasse SEK	9,86
Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL	
• Horisont Pension 2040, klasse SEK	9,87
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL	
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK	3,84
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	3,96
• Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	3,96
Japan	4,20
Kina	12,48
KlimaTrends	3,30
Latinamerika	15,18
Latinamerika - Akkumulerende KL	
• Latinamerika, klasse SEK	18,41
• Latinamerika, klasse NOK	11,52
Mix - Akkumulerende	4,90
Mix Defensiv - Akkumulerende	3,49
Mix Obligationer	3,80
Mix Obligationer - Akkumulerende	3,84
Mix Offensiv - Akkumulerende	5,91
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende	6,55
Norden	11,49
Norden Indeks	11,00
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL	
• NFO, klasse SEK Y h	3,82
• Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	4,66
• Nordiske Företagsobligationer, klasse SEK h	4,32
• Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk., kl. DKK h	3,67
• Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	4,02
Norske Korte Obligationer	
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	3,14
• Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	3,32
Nye Markeder	15,64
Nye Markeder - Akkumulerende KL	
• Global Emerging Markets, klasse NOK	5,00
• Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	15,78
Nye Markeder Obligationer	8,86
Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL	
• Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, Class EUR h	9,15
• Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, osuuslaji EUR W h	2,52
• Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	10,08
• Tilväxtmarknadsobligationer, klasse SEK h	9,77
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	8,93
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., KL	
• Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	8,59
• Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., klasse DKK	4,73
Nye Markeder Small Cap	15,22
Teknologi	14,58
Tyskland	÷ 0,04
Udenlandske Obligationsmarkeder	5,77
USA	12,94
USA - Akkumulerende KL	
• USA, klasse SEK	17,09
• USA, klasse NOK	10,14
• USA - Akkumulerende, klasse DKK h	8,31
Østeuropa	0,60
Østeuropa Konvergens	3,77

# 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.

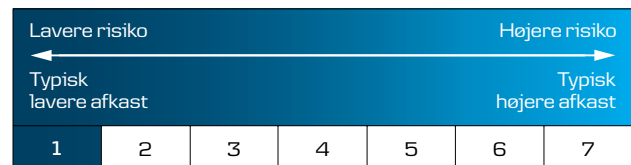
## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammenlignes 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.



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 halvårsrapporten, 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 højeste mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark.

Når investeringsstrategien er passiv – også kaldet indeksbaseret – betyder det, at investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks tæt. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset.



Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet.

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

## Risici knyttet til driften af foreningen

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

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

### Eksposering mod udlandet

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

### Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. I andelsklasser kan der være tale om andre udstedelsesvalutaer end danske kroner, og derfor skal udsvingene 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 investeringsområde under den enkelte afdelingsberetning. I afdelinger med andelsklasser kan der være foretaget valutaafdækning mod andet end danske kroner, f.eks. svenske kroner eller euro.

### Selskabsspecifikke forhold

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

### Nye markeder/emerging markets

Begrebet »nye markeder« omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusive Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktie- og obligationmarked, 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 betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre

valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

### Modpartsrisiko

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser som f.eks. ADRs og GDRs samt ved aftaler om aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser.

### Event-risici

I særlige situationer, som under den globale kreditkrise i efteråret 1998 og efter terrorangrebene i New York i september 2001 samt under finanskrisen i 2008 og 2009, kan 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 kurssvingninger på likvide, sikre statsobligationer og massive kursfald og kraftigt stigende kursudsving på de mere risikobetonede obligationstyper som lavt ratede virksomhedsobligationer og statsobligationer udstedt eller garanteret af stater med høj kreditrisiko. I disse situationer vil de mere risikable værdipapirer tendere til at svinge ens og modsat i forhold til mere risikofrie statsobligationer.

## Særlige risici Obligationsafdelingerne

### Obligationsmarkedet

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

### Renterisiko

Renteudviklingen varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, vil det som hovedregel betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, der investeres i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

### Kreditrisiko

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

## Særlige risici

### Aktieafdelingerne

#### Udsving på aktiemarkedet

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

#### Risikovillig kapital

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

kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

#### Investeringsstil

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

#### Investeringsområde

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

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

påvirke prisfastsættelsen på afdelingens selskaber. Ligeledes kan der opstå social ustabilitet, der kan medføre, at et marked er lukket i en periode. Ekspropriation, begrænsning af muligheden for at hjemtage valuta samt indførelse af skatter og afgifter er eksempler på regulatoriske tiltag, der kan blive gennemført uden varsel. Desuden kan standarden i nogle afrikanske lande i forbindelse med opbevaring og registrering af værdipapirer være mindre pålidelig end i udviklede lande. Opbevaring af afdelingens værdipapirer sker under depotselskabets ansvar, idet der dog gælder sædvanlige force majeure-mæssige forbehold såsom følger af krig, oprør, naturkatastrofer og lignende. Risikoen for, at selskaber overtræder foreningens politik for samfundsansvar eller anklages herfor, må anses for at være højere for sådanne afdelinger end for foreningens øvrige afdelinger. Dette skyldes, at nogle af de afrikanske lande fortsat er politisk ustabile eller gennemgår store samfundsmæssige omvæltninger. Yderligere er forhold som social og økonomisk ulighed med til at øge risikoen for, at selskaber ikke kan leve op til sædvanlige standarder for socialt ansvar.

## Særlige risici

### Blandede afdelinger

Blandede afdelinger er påvirket af de faktorer, der påvirker såvel aktiesom obligationsafdelingerne.

## 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 Brinch Madsen



Walther V. Paulsen



Jens Peter Toft



# Afdelingernes halvårsregnskaber

MES



## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL



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

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

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

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 25.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbej- det i danske kroner, findes fra side 26-37.

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



## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	6.708	9.131
Kursgevinster og tab	4.985	-49.586
Administrationsomkostninger	-2.935	-2.728
Resultat før skat	8.758	-43.183
Rente- og udbytteskat	-641	-711
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>8.117</b>	<b>-43.894</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	10.658	29.292
Kapitalandele 1]	337.161	302.858
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1	0
Andre aktiver	1.357	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>349.177</b>	<b>332.150</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	346.202	330.665
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.021	8
Anden gæld	955	1.477
<b>Passiver i alt</b>	<b>349.177</b>	<b>332.150</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	91,2
Øvrige finansielle instrumenter	3,1	8,8
<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	330.665	253.932
Emissioner i perioden	42.713	104.636
Indløsninger i perioden	-36.047	-9.732
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	753	448
Periodens resultat	8.117	-43.894
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>346.202</b>	<b>305.390</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	346.202	305.390

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

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika, klass SEK, 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 fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder – emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, 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 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 6,32 pct. målt i SEK. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i første halvår, men sammenlignet med afkastet på afrikanske aktier, der steg 11,64 pct. målt i SEK, og konkurrenter, var afkastet ikke tilfredsstillende. Afkastet 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, hvilket også øgede tilliden til afrikanske aktier.

### Markedet

De afrikanske markeder har klaret sig lidt bedre end de udviklede markeder i første halvår 2014. Efter et fald i årets to første måneder vendte udviklingen for Nigerias aktiemarked, som sluttede første halvår i plus. Kenyas aktiemarked nød godt af stigende interesse fra udenlandske investorer. Sydafrika var godt positioneret til at drage fordel af øget tillid til de nye markeder. Industri- og materialesektorerne var de største bidragsydere. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da udsigterne til, at Feltmarskal Sisi ville vinde præsidentposten, løftede markedsstemningen på forventningen om politisk stabilitet. Marokko klarede sig pænt og nød godt af den større tillid til de nye markeder og den øgede aktivitet i euroområdet, som er landets største handelspartner.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 5,32 procentpoint lavere end afkastet på det afrikanske aktiemarked.

På landeniveau trak vores overvægt i aktier fra Nigeria ned i det relative afkast, fordi en negativ stemning over for nye markeder og landets stramme banklovgivning påvirkede andelsklassens beholdning først på året.

På sektorplan bidrog materialer, telekommunikation og sundhed mest til det relative afkast. Det positive bidrag fra materialesektoren kom fortrinsvis fra vores overvægt i selskaberne Petra Diamonds, Anglo American Platinum og AngloGold Ashanti samt fra ikke at have en position i Gold Fields. Der var desuden pæne bidrag fra telekommunikation, og vores beslutning om ikke at købe aktier inden for sundhed bidrog også til det relative resultat, da denne sektor klarede sig dårligere end markedet. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i konsumentvarer og undervægten i forbrugsgoder.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2012

Risikoindikator (1-7): 6

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

Fondskode: DK0060485951

Porteføljerådgiver: Investec

### LANDEFORDELING

Syd Afrika	44,7%
Nigeria	25,9%
Egypten	8,5%
Kenya	7,9%
Marokko	4,4%
Øvrige inkl. likvide	8,6%

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

På aktieniveau kom de tre største bidrag fra vores overvægt af Petra Diamonds, som hovedsageligt steg på baggrund af et godt regnskab og øget produktion, samt manglende positioner i Shoprite Holdings og Kumba Iron Ore. Vores overvægtning af Juhayna Food Industries og Flour Mills i Nigeria samt vores undervægt i Sasol udgjorde de tre største negative bidrag til det relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Et strammere globalt pengepolitisk miljø kan betyde kapitalflugt fra nye markeder til de udviklede markeder. En svækket valuta udgør den væsentligste risiko for alle hovedmarkerne, dvs. Egypten, Kenya, Nigeria og Sydafrika.

Andelsklassen har sin største absolutte eksponering mod Sydafrika, hvor de største risici er inflation, budgetunderskud samt øget urolighed på arbejdsmarkedet, hvilket kan føre til en lavere vækst og faldende produktion i mine- og fremstillingsindustriene. Derudover har andelsklassen også en stor eksponering mod Nigeria, hvor de største risici er en utilstrækkelig infrastruktur, afhængighed af indtægter fra olieeksporten og en politisk ustabilitet forud for det kommende valg. Disse risici kan føre til en lavere vækst og et mere udfordrende miljø for virksomhederne.

### 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.

Vækstforventningerne for 2014 er fortsat gode for andelsklassens hovedmarkeder, hvor prognoserne for Kenya og Nigeria er henholdsvis 5,5 pct. og 6,5 pct. Egypten og Sydafrika vil formentlig have lave vækstrater på henholdsvis 2,0 pct. og 2,1 pct.

Der har været stigende aktivitet i børsnoteringer, og mange kapitalfonde har solgt ud af deres investeringer med forbedret likviditet til følge, især i Egypten, Kenya og Nigeria. Det stigende antal selskaber, der søger egenkapitalfinansiering, betyder yderligere investeringsmuligheder. Vi tror, at den positive udvikling i de fleste lande på længere sigt fortsat vil give gode værdifastsættelser og understøtte det langsigtede afkast. Vores søgen efter kvalitetsselskaber med en samarbejdsvillig og kompetent ledelse udgør fortsat en meget central del af vores investeringsstrategi.

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 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.

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika, klass SEK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### AFRIKA, KLASSE SEK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.007	-2.833
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-249	-107
<b>Klassens resultat</b>	<b>759</b>	<b>-2.940</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	24.907	20.989
Emissioner i perioden	6.113	3.597
Indløsninger i perioden	-2.285	-674
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	80	37
Periodens resultat	759	-2.940
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>29.575</b>	<b>21.009</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	29.575	21.009
Antal andele	347.879	271.746
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	104,38	90,94
Afkast i SEK (pct)*]	6,32	-10,38
Administrationsomk. (pct)*]	0,93	0,90

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

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika, klasse NOK, 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 fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder – emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, 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 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 3,36 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i første halvår, men sammenlignet med afkastet på afrikanske aktier, der steg 8,85 pct. målt i NOK, og konkurrenter, var

afkastet ikke tilfredsstillende. Afkastet 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, hvilket også øgede tilliden til afrikanske aktier.

### Markedet

De afrikanske markeder har klaret sig lidt bedre end de udviklede markeder i første halvår 2014. Efter et fald i årets to første måneder vendte udviklingen for Nigerias aktiemarked, som sluttede første halvår i plus. Kenyas aktiemarked nød godt af stigende interesse fra udenlandske investorer. Sydafrika var godt positioneret til at drage fordel af øget tillid til de nye markeder. Industri- og materialesektorerne var de største bidragsydere. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da udsigterne til, at Feltmarskal Sisi ville vinde præsidentposten, løftede markedsstemningen på forventningen om politisk stabilitet. Marokko klarede sig pænt og nød godt af den større tillid til de nye markeder og den øgede aktivitet i euroområdet, som er landets største handelspartner.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 5,49 procentpoint lavere end afkastet på det afrikanske aktiemarked.

På landeniveau trak vores overvægt i aktier fra Nigeria ned i det relative afkast, fordi en negativ stemning over for nye markeder og landets stramme banklovgivning påvirkede andelsklassens beholdning først på året.

På sektorplan bidrog materialer, telekommunikation og sundhed mest til det relative afkast. Det positive bidrag fra materialesektoren kom fortrinsvis fra vores overvægt i selskaberne Petra Diamonds, Anglo American Platinum og AngloGold Ashanti samt fra ikke at have en position i Gold Fields. Der var desuden pæne bidrag fra telekommunikation, og vores beslutning om ikke at købe aktier inden for sundhed bidrog også til det relative resultat, da denne sektor klarede sig dårligere end markedet. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i konsumentvarer og undervægten i forbrugsgoder.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator (1-7): 6

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

Fondskode: DK0060516938

Porteføljerådgiver: Investec

### LANDEFORDELING

Syd Afrika	44,7%
Nigeria	25,9%
Egypten	8,5%
Kenya	7,9%
Marokko	4,4%
Øvrige inkl. likvide	8,6%

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

På aktieniveau kom de tre største bidrag fra vores overvægt af Petra Diamonds, som hovedsageligt steg på baggrund af et godt regnskab og øget produktion, samt manglende positioner i Shoprite Holdings og Kumba Iron Ore. Vores overvægtning af Juhayna Food Industries og Flour Mills i Nigeria samt vores undervægt i Sasol udgjorde de tre største negative bidrag til det relative afkast.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i resten af 2014

Et strammere globalt pengepolitisk miljø kan betyde kapitalflugt fra nye markeder til de udviklede markeder. En svækket valuta udgør den væsentligste risiko for alle hovedmarkerne, dvs. Egypten, Kenya, Nigeria og Sydafrika.

Andelsklassen har sin største absolutte eksponering mod Sydafrika, hvor de største risici er inflation, budgetunderskud samt øget urolighed på arbejdsmarkedet, hvilket kan føre til en lavere vækst og faldende produktion i mine- og fremstillingsindustriene. Derudover har andelsklassen også en stor eksponering mod Nigeria, hvor de største risici er en utilstrækkelig infrastruktur, afhængighed af indtægter fra olieeksporten og en politisk ustabilitet forud for det kommende valg. Disse risici kan føre til en lavere vækst og et mere udfordrende miljø for virksomhederne.

### 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.

Vækstforventningerne for 2014 er fortsat gode for andelsklassens hovedmarkeder, hvor prognoserne for Kenya og Nigeria er henholdsvis 5,5 pct. og 6,5 pct. Egypten og Sydafrika vil formentlig have lave vækstrater på henholdsvis 2,0 pct. og 2,1 pct.

Der har været stigende aktivitet i børsnoteringer, og mange kapitalfonde har solgt ud af deres investeringer med forbedret likviditet til følge, især i Egypten, Kenya og Nigeria. Det stigende antal selskaber, der søger egenkapitalfinansiering, betyder yderligere investeringsmuligheder. Vi tror, at den positive udvikling i de fleste lande på længere sigt fortsat vil give gode værdifastsættelser og understøtte det langsigtede afkast. Vores søgen efter kvalitetsselskaber med en samarbejdsvillig og kompetent ledelse udgør fortsat en meget central del af vores investeringsstrategi.

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 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 vækstudsigtter

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### AFRIKA, KLASSE NOK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	29.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	636	-63
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-153	-45
<b>Klassens resultat</b>	<b>483</b>	<b>-108</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	29.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	15.026	0
Emissioner i perioden	2.491	15.205
Indløsninger i perioden	-174	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	26	-71
Periodens resultat	483	-108
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>17.852</b>	<b>15.026</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	29.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	17.852	15.026
Antal andele	191.706	165.852
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	104,94	101,52
Afkast i NOK (pct)*]	3,36	1,52
Administrationsomk. (pct)*]	0,93	1,86

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

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

### Afrika – Akkumulerende, klasse DKK, 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 fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder, risici tilknyttet investeringsområdet, 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 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 2,85 pct. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i første halvår, men sammenlignet med afkastet på afrikanske aktier, der steg 7,87 pct., og konkurrenter, var afkastet ikke tilfredsstillende.

Afkastet 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, hvilket også øgede tilliden til afrikanske aktier.

#### Markedet

De afrikanske markeder har klaret sig lidt bedre end de udviklede markeder i første halvår 2014. Efter et fald i årets to første måneder vendte udviklingen for Nigerias aktiemarked, som sluttede første halvår i plus. Kenyas aktiemarked nød godt af stigende interesse fra udenlandske investorer. Sydafrika var godt positioneret til at drage fordel af øget tillid til de nye markeder. Industri- og materialesektorerne var de største bidragsydere. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da udsigterne til, at Feltmarskal Sisi ville vinde præsidentposten, løftede markedsstemningen på forventningen om politisk stabilitet. Marokko klarede sig pænt og nød godt af den større tillid til de nye markeder og den øgede aktivitet i euroområdet, som er landets største handelspartner.

#### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 5,02 procentpoint lavere end afkastet på det afrikanske aktiemarked.

På landeniveau trak vores overvægt i aktier fra Nigeria ned i det relative afkast, fordi en negativ stemning over for nye markeder og landets stramme banklovgivning påvirkede andelsklassens beholdning først på året.

På sektorplan bidrog materialer, telekommunikation og sundhed mest til det relative afkast. Det positive bidrag fra materialesektoren kom fortrinsvis fra vores overvægt i selskaberne Petra Diamonds, Anglo American Platinum og AngloGold Ashanti samt fra ikke at have en position i Gold Fields. Der var desuden pæne bidrag fra telekommunikation, og vores beslutning om ikke at købe aktier inden for sundhed bidrog også til det relative resultat, da denne sektor klarede sig dårligere end markedet. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i konsumentvarer og undervægten i forbrugsgoder.

#### ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2011
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in DKK 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in DKK
Fondskode: DK0060356715
Porteføljerådgiver: Investec

#### LANDEFORDELING

Syd Afrika	44,7%
Nigeria	25,9%
Eqypten	8,5%
Kenya	7,9%
Marokko	4,4%
Øvrige inkl. likvide	8,6%



## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

På aktieniveau kom de tre største bidrag fra vores overvægt af Petra Diamonds, som hovedsageligt steg på baggrund af et godt regnskab og øget produktion, samt manglende positioner i Shoprite Holdings og Kumba Iron Ore. Vores overvægtning af Juhayna Food Industries og Flour Mills i Nigeria samt vores undervægt i Sasol udgjorde de tre største negative bidrag til det relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Et strammere globalt pengepolitisk miljø kan betyde kapitalflugt fra nye markeder til de udviklede markeder. En svækket valuta udgør den væsentligste risiko for alle hovedmarkerne, dvs. Egypten, Kenya, Nigeria og Sydafrika.

Andelsklassen har sin største absolutte eksponering mod Sydafrika, hvor de største risici er inflation, budgetunderskud samt øget urolighed på arbejdsmarkedet, hvilket kan føre til en lavere vækst og faldende produktion i mine- og fremstillingsindustriene. Derudover har andelsklassen også en stor eksponering mod Nigeria, hvor de største risici er en utilstrækkelig infrastruktur, afhængighed af indtægter fra olieeksporten og en politisk ustabilitet forud for det kommende valg. Disse risici kan føre til en lavere vækst og et mere udfordrende miljø for virksomhederne.

### 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.

Vækstforventningerne for 2014 er fortsat gode for andelsklassens hovedmarkeder, hvor prognoserne for Kenya og Nigeria er henholdsvis 5,5 pct. og 6,5 pct. Egypten og Sydafrika vil formentlig have lave vækstrater på henholdsvis 2,0 pct. og 2,1 pct.

Der har været stigende aktivitet i børsnoteringer, og mange kapitalfonde har solgt ud af deres investeringer med forbedret likviditet til følge, især i Egypten, Kenya og Nigeria. Det stigende antal selskaber, der søger egenkapitalfinansiering, betyder yderligere investeringsmuligheder. Vi tror, at den positive udvikling i de fleste lande på længere sigt fortsat vil give gode værdifastsættelser og understøtte det langsigtede afkast. Vores søgen efter kvalitetsselskaber med en samarbejdsvillig og kompetent ledelse udgør fortsat en meget central del af vores investeringsstrategi.

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 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.

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika – Akkumulerende, klasse DKK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### AFRIKA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	6.313	-30.041
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.717	-1.020
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.595</b>	<b>-31.060</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	220.266	207.564
Emissioner i perioden	923	46.172
Indløsninger i perioden	-29.760	-973
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	293	801
Periodens resultat	4.595	-31.060
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>196.317</b>	<b>222.502</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	196.317	222.502
Antal andele	1.685.130	2.104.100
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	116,50	105,75
Afkast i DKK (pct)*]	2,85	-12,37
Administrationsomk. (pct)*]	0,88	0,86
ÅOP	2,68	2,44

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

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika, osuuslaji EUR, 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 fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder – emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, 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 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 2,96 pct. målt i EUR. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i første halvår, men sammenlignet med afkastet på afrikanske aktier, der steg 7,94 pct. målt i EUR, og konkurrenter, var

afkastet ikke tilfredsstillende. Afkastet 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, hvilket også øgede tilliden til afrikanske aktier.

### Markedet

De afrikanske markeder har klaret sig lidt bedre end de udviklede markeder i første halvår 2014. Efter et fald i årets to første måneder vendte udviklingen for Nigerias aktiemarked, som sluttede første halvår i plus. Kenyas aktiemarked nød godt af stigende interesse fra udenlandske investorer. Sydafrika var godt positioneret til at drage fordel af øget tillid til de nye markeder. Industri- og materialesektorerne var de største bidragsydere. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da udsigterne til, at Feltmarskal Sisi ville vinde præsidentposten, løftede markedsstemningen på forventningen om politisk stabilitet. Marokko klarede sig pænt og nød godt af den større tillid til de nye markeder og den øgede aktivitet i euroområdet, som er landets største handelspartner.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 4,98 procentpoint lavere end afkastet på det afrikanske aktiemarked.

På landeniveau trak vores overvægt i aktier fra Nigeria ned i det relative afkast, fordi en negativ stemning over for nye markeder og landets stramme banklovgivning påvirkede andelsklassens beholdning først på året.

På sektorplan bidrog materialer, telekommunikation og sundhed mest til det relative afkast. Det positive bidrag fra materialesektoren kom fortrinsvis fra vores overvægt i selskaberne Petra Diamonds, Anglo American Platinum og AngloGold Ashanti samt fra ikke at have en position i Gold Fields. Der var desuden pæne bidrag fra telekommunikation, og vores beslutning om ikke at købe aktier inden for sundhed bidrog også til det relative resultat, da denne sektor klarede sig dårligere end markedet. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i konsumentvarer og undervægten i forbrugsgoder.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2012
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in EUR 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in EUR
Fondskode: DK0060485365
Porteføljeraðgiver: Investec

### LANDEFORDELING

Syd Afrika	44,7%
Nigeria	25,9%
Egypten	8,5%
Kenya	7,9%
Marokko	4,4%
Øvrige inkl. likvide	8,6%

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

På aktieniveau kom de tre største bidrag fra vores overvægt af Petra Diamonds, som hovedsageligt steg på baggrund af et godt regnskab og øget produktion, samt manglende positioner i Shoprite Holdings og Kumba Iron Ore. Vores overvægtning af Juhayna Food Industries og Flour Mills i Nigeria samt vores undervægt i Sasol udgjorde de tre største negative bidrag til det relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Et strammere globalt pengepolitisk miljø kan betyde kapitalflugt fra nye markeder til de udviklede markeder. En svækket valuta udgør den væsentligste risiko for alle hovedmarkederne, dvs. Egypten, Kenya, Nigeria og Sydafrika.

Andelsklassen har sin største absolutte eksponering mod Sydafrika, hvor de største risici er inflation, budgetunderskud samt øget urolighed på arbejdsmarkedet, hvilket kan føre til en lavere vækst og faldende produktion i mine- og fremstillingsindustriene. Derudover har andelsklassen også en stor eksponering mod Nigeria, hvor de største risici er en utilstrækkelig infrastruktur, afhængighed af indtægter fra olieeksporten og en politisk ustabilitet forud for det kommende valg. Disse risici kan føre til en lavere vækst og et mere udfordrende miljø for virksomhederne.

### 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 rente-

stigninger 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.

Vækstforventningerne for 2014 er fortsat gode for andelsklassens hovedmarkeder, hvor prognoserne for Kenya og Nigeria er henholdsvis 5,5 pct. og 6,5 pct. Egypten og Sydafrika vil formentlig have lave vækstrater på henholdsvis 2,0 pct. og 2,1 pct.

Der har været stigende aktivitet i børsnoteringer, og mange kapitalfonde har solgt ud af deres investeringer med forbedret likviditet til følge, især i Egypten, Kenya og Nigeria. Det stigende antal selskaber, der søger egenkapitalfinansiering, betyder yderligere investeringsmuligheder. Vi tror, at den positive udvikling i de fleste lande på længere sigt fortsat vil give gode værdifastsættelser og understøtte det langsigtede afkast. Vores søgen efter kvalitetsselskaber med en samarbejdsvillig og kompetent ledelse udgør fortsat en meget central del af vores investeringsstrategi.

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 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 vækstudsigtter.

## AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

Afrika, osuuslaji EUR, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### AFRIKKA, OSUUSLAJI EUR

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.057	-9.586
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-776	-308
<b>Klassens resultat</b>	<b>2.280</b>	<b>-9.894</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	70.467	25.379
Emissioner i perioden	33.186	54.867
Indløsninger i perioden	-3.828	-8.084
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	354	-389
Periodens resultat	2.280	-9.894
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>102.459</b>	<b>61.878</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	102.459	61.878
Antal andele	1.410.541	938.297
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	9,74	8,84
Afkast i EUR (pct)*]	2,96	-12,30
Administrationsomk. (pct)*]	0,93	0,88

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

## BIOTEKNOLOGI

Investerer indeksbaseret globalt i selskaber, hvis aktiviteter relaterer sig til bioteknologi. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i selskaber, der forsker inden for bioteknologi eller understøtter den, anvender bioteknologiske metoder eller fremstiller eller markedsfører bioteknologiske, farmaceutiske eller medicinske produkter, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til modpartsrisiko, eksponering mod udlandet, fremskaffelse af risikovillig kapital, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet og valutarisiko.

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 7 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 19,41 pct., mens benchmark steg 19,82 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og 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

Biotekmarkedet, målt ved benchmark, fortsatte stigningen fra 2013. Året har været præget af en række positive nyheder. Således steg InterMune med 196 pct. baseret på de amerikanske myndigheders godkendelse af deres præparat til behandling af lungesygdomme, og Illumina steg med 63 pct. baseret på god efterspørgsel efter deres produkter inden for diagnose og analyse til bioteksektoren. Samtidigt har de en lovende produktpipeline.

Afkastene i første halvår af 2014 på de 20 aktier i benchmark varierede fra -21 pct. til 196 pct., heraf var de 15 positive.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,41 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det lavere afkast kan primært tilskrives lovmæssige krav, der gør, at der i perioder kan opstå forskelle mellem afdelingens aktievægte og benchmarkets aktievægte.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

For biotekaktier i USA er den væsentligste risikofaktor, hvordan udfaldet af slutfase-tests og godkendelse af produkter gennem FDA (Food and Drug Administration) bliver i 2014. Blandt de væsentligste risikofaktorer for det generelle aktiemarked 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.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### BRANCHEFORDELING

Bioteknologi	78,3%
Biovidenskabernes Værktøjer & Servicesydelser	16,1%
Medicinalindustri	5,2%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,11
Standardafvigelse	24,24
Tracking error	3,32
Information Ratio	-0,20
Jensen Alpha	-0,11
Sharpe Ratio (benchm.)	1,19
Standardafvigelse (benchm.)	23,16
Active share	91,67

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## BIOTEKNOLOGI



### 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.

Bioteksektoren er fortsat meget afhængig af, at de enkelte selskaber lykkedes med en række slutfase-tests, hvilket i perioder kan betyde store udsving i kursudviklingen. På langt sigt har vi positive forventninger til sektoren. Vi forventer, at biotekselskaberne fortsat vil være opkøbskandidater hos større medicinalsekskaber, som kæmper med patentudløb og udvikling af nye produkter.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger 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.

## BIOTEKNOLOGI

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	448	168
Kursgevinster og tab	90.121	80.083
Administrationsomkostninger	-3.071	-2.014
Resultat før skat	87.498	78.237
Rente- og udbytteskat	-109	-25
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>87.389</b>	<b>78.211</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	2.600	7.120
Kapitalandele 1]	574.492	462.173
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10.412	0
Andre aktiver	202	243
<b>Aktiver i alt</b>	<b>587.706</b>	<b>469.536</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	587.149	468.385
Anden gæld	556	1.151
<b>Passiver i alt</b>	<b>587.706</b>	<b>469.536</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,5	1,5
<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	468.385	291.778
Udlønding fra sidste år	-38.859	-37.881
Emissioner i perioden	89.869	80.766
Indløsninger i perioden	-19.853	-6.545
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	218	170
Periodens resultat	87.389	78.211
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>587.149</b>	<b>406.499</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	587.149	406.499
Antal andele	3.121.937	2.662.890
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	188,07	152,65
Afkast i DKK [pct]*]	19,41	26,43
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	19,82	28,22
Administrationsomk. [pct]*]	0,55	0,56
ÅOP	1,43	1,41

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



## DANMARK

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet 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 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 20,78 pct., mens benchmark steg 17,28 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og 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

Det danske aktiemarked leverede i første halvår 2014 et højt afkast - også i forhold til europæiske og amerikanske indeks. Generelt steg cykliske aktier mere end defensive, men

tendensen ændrede sig ved udgangen af halvåret. Blandt de toneangivende aktier klarede Vestas sig bedst med et afkast på 71 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turn-around af selskabet samt et pænt ordremomentum. Pandora leverede et afkast på 42 pct. på baggrund af fortsat vækst i omsætning og resultat. Andre traditionelt cykliske selskaber som A. P. Møller-Mærsk og Nordea leverede også positive afkast i første halvår, dog under benchmarkafkastet. Danske Bank steg knap 24 pct. som følge af øget tiltro fra markedet til, at selskabet vil nå sine indtjeningsmål for 2015. De to store defensive flagskibe Novo Nordisk og Coloplast steg henholdsvis 26 og 37 pct. De små og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i første halvår.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,50 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Overvægte i industri- og materialerrelaterede aktier tillige med undervægten af stabilt forbrug bidrog positivt til afkastet. På selskabsniveau var overvægte i Vestas, Auriga og Bavarian Nordic samt undervægte i Carlsberg, D/S Norden og H. Lundbeck medvirkende til merafkast i forhold til afdelingens benchmark. På negativsiden talte undervægte i G4S, Coloplast samt overvægt i Nordea.

### 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.

Afdelingens høje vægt af industriselskaber i forhold til benchmark repræsenterer en risiko, som ud over de selskabsspecifikke kan knyttes til sektorens cykliske karakter.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### BRANCHEFORDELING

Industri	31,7%
Sundhedspleje	22,5%
Finans	21,7%
Materialer	9,2%
Forbrugsgoder	5,7%
Øvrige inkl. likvide	9,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,08
Standardafvigelse	15,94
Tracking error	1,87
Information Ratio	0,07
Jensen Alpha	-0,00
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	15,36
Active share	25,62

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## DANMARK



Den høje undervægt i sundhedsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer en fortsat positiv udvikling i global økonomi i anden halvår, og med positive ledende indikatorer forventer vi derfor ligeledes et moderat positivt afkast på danske aktier over de næste 6 måneder. De fundamentale forhold for de danske børsnoterede virksomheder ser fortsat gode ud, idet vi venter en kraftig indtjeningsvækst i såvel 2014 som 2015. Dette er primært drevet af de stabile vækstselskaber som Novo Nordisk, Novozymes og Coloplast, men også af flere cykliske selskaber som A.P. Møller-Mærsk, Danske Bank og Vestas. Det danske aktiemarked handler nu på P/E-multipler for 2014 noget over det historiske niveau.

Overordnet følger afdelingen en balanceret strategi med overvægte inden for både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industrisektoren primært pga. investering i Vestas. Porteføljen er undervægtet inden for telekom (TDC) og i sundhedsrelaterede aktier primært H. Lundbeck og Coloplast.

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.

## DANMARK

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	29.661	27.996
Kursgevinster og tab	352.660	182.654
Administrationsomkostninger	-12.499	-10.308
Resultat før skat	369.822	200.342
Rente- og udbytteskat	1	-504
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>369.823</b>	<b>199.839</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	27.190	241
Kapitalandele 1]	1.999.697	1.880.307
Mellemværende vedr. handelsafvikling	26.244	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.053.130</b>	<b>1.880.548</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.050.871	1.875.020
Anden gæld	2.260	5.527
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.053.130</b>	<b>1.880.548</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	99,9
Øvrige finansielle instrumenter	1,4	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	1.875.020	1.551.029
Udløning fra sidste år	-211.326	-62.884
Emissioner i perioden	72.398	2.571
Indløsninger i perioden	-55.362	-115.173
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	318	290
Periodens resultat	369.823	199.839
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.050.871</b>	<b>1.575.672</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.050.871	1.575.672
Antal andele	8.963.889	9.422.381
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	228,79	167,23
Afkast i DKK [pct]*]	20,78	13,00
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	17,28	11,74
Administrationsomk. [pct]*]	0,62	0,62
ÅOP	1,57	1,58

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

## DANMARK – AKKUMULERENDE

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet 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 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 20,54 pct., mens benchmark steg 17,28 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og 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

Det danske aktiemarked leverede i første halvår 2014 et højt afkast - også i forhold til europæiske og amerikanske indeks. Generelt steg cykliske aktier mere end defensive, men

tendensen ændrede sig ved udgangen af halvåret. Blandt de toneangivende aktier klarede Vestas sig bedst med et afkast på 71 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turn-around af selskabet samt et pænt ordre momentum. Pandora leverede et afkast på 42 pct. på baggrund af fortsat vækst i omsætning og resultat. Andre traditionelt cykliske selskaber som A. P. Møller-Mærsk og Nordea leverede også positive afkast i første halvår, dog under benchmarkafkastet. Danske Bank steg knap 24 pct. som følge af øget investortro til, at selskabet vil nå sine indtjeningsmål for 2015. De to store defensive flagskibe, Novo Nordisk og Coloplast, steg henholdsvis 26 og 37 pct. De små- og mellemstore selskaber klarede sig noget dårligere end de store selskaber i første halvår.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,26 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Overvægte i industri- og materialerrelaterede aktier tillige med undervægten af stabilt forbrug bidrog med positivt til afkastet. På selskabsniveau var overvægte i Vestas, Auriga og Bavarian Nordic samt undervægte i Carlsberg, D S Norden og H. Lundbeck medvirkende til merafkast i forhold til afdelingens benchmark. På negativsiden talte undervægte i G4S, Coloplast samt overvægt i Nordea.

### 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.

Afdelingens høje vægt af industriselskaber i forhold til benchmark repræsenterer en risiko, som ud over de selskabsspecifikke kan knyttes til sektorens cykliske karakter.

### AFDELINGENS PROFIL

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

### BRANCHEFORDELING

Industri	31,7%
Sundhedspleje	22,4%
Finans	21,8%
Materialer	9,2%
Forbrugsgoder	5,9%
Øvrige inkl. likvide	9,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	15,90
Tracking error	1,88
Information Ratio	-0,02
Jensen Alpha	-0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	15,36
Active share	28,09

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## DANMARK – AKKUMULERENDE

Den høje undervægt i sundhedsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer en fortsat positiv udvikling i global økonomi i andet halvår, og med positive ledende indikatorer forventer vi derfor et ligeledes moderat positivt afkast for danske aktier over de næste 6 måneder. De fundamentale forhold for de danske børsnoterede virksomheder ser fortsat gode ud, idet vi venter en kraftig indtjeningsvækst i såvel 2014 som 2015. Dette er primært drevet af de stabile vækstselskaber som Novo Nordisk, Novozymes og Coloplast men også af flere cykliske selskaber som A.P. Møller-Mærsk, Danske Bank og Vestas. Det danske aktiemarked handler nu på P/E-multipler for 2014 noget over det historiske niveau.

Overordnet følger afdelingen en balanceret strategi med overvægte indenfor både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industrisektoren primært pga. investering i Vestas. Porteføljen er undervægtet inden for telekom (TDC) og i sundhedsrelaterede aktier, primært H. Lundbeck og Coloplast.

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.

## DANMARK – AKKUMULERENDE

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	36.003	35.291
Kursgevinster og tab	440.913	224.540
Administrationsomkostninger	-15.370	-12.625
Resultat før skat	461.546	247.206
Rente- og udbytteskat	-5.212	-5.039
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>456.334</b>	<b>242.167</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	31.954	1.729
Kapitalandele 1]	2.596.893	2.292.711
Mellemværende vedr. handelsafvikling	33.715	0
Andre aktiver	149	109
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.662.711</b>	<b>2.294.549</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.659.968	2.284.030
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	3.699
Anden gæld	2.743	6.820
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.662.711</b>	<b>2.294.549</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	2.284.030	1.898.379
Emissioner i perioden	41.483	8.620
Indløsninger i perioden	-122.292	-156.475
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	413	413
Periodens resultat	456.334	242.167
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.659.968</b>	<b>1.993.105</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.659.968	1.993.105
Antal andele	5.862.589	6.664.971
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	453,72	299,04
Afkast i DKK [pct]*]	20,54	12,92
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	17,28	11,74
Administrationsomk. [pct]*]	0,62	0,62
ÅOP	1,57	1,55

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

## DANMARK FOKUS

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet 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 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 23,15 pct., mens benchmark steg 17,28 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og 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

Det danske aktiemarked leverede i første halvår 2014 et højt afkast - også i forhold til europæiske og amerikanske indeks. Generelt steg cykliske aktier mere end defensive, men

tendensen ændrede sig ved udgangen af halvåret. Blandt de toneangivende aktier klarede Vestas sig bedst med et afkast på 71 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turn-around af selskabet samt et pænt ordremomentum. Pandora leverede et afkast på 42 pct. på baggrund af fortsat vækst i omsætning og resultat. Andre traditionelt cykliske selskaber som A. P. Møller-Mærsk og Nordea leverede også positive afkast i første halvår, dog under benchmarkafkastet. Danske Bank steg knap 24 pct. som følge af øget tiltro fra markedet til, at selskabet vil nå sine indtjeningsmål for 2015. De to store defensive flagskibe Novo Nordisk og Coloplast steg henholdsvis 26 og 37 pct. De små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i første halvår.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 5,87 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Overvægte i industri- og materialerrelaterede aktier tillige med undervægtning af stabilt forbrug bidrog med positiv relativt afkast. På selskabsniveau var overvægte i Vestas, Auriga og Højgaard Holding samt undervægte i Carlsberg, D/S Norden og H. Lundbeck medvirkende til merafkast i forhold til afdelingens benchmark. På negativsiden talte undervægte i Simcorp, Coloplast samt overvægt i Nordea.

### 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.

Afdelingens høje vægt af industriselskaber i forhold til benchmark repræsenterer en risiko, som ud over de sel-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1998
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0060244325
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	32,6%
Sundhedspleje	22,3%
Finans	16,8%
Materialer	9,2%
Forbrugsgoder	8,0%
Øvrige inkl. likvide	11,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,11
Standardafvigelse	16,22
Tracking error	3,16
Information Ratio	0,32
Jensen Alpha	0,06
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	15,36
Active share	36,70

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## DANMARK FOKUS



skabsspecifikke kan knyttes til sektorens cykliske karakter. Den høje undervægt i sundhedsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer en fortsat positiv udvikling i global økonomi i anden halvår, og med positive ledende indikatorer forventer vi derfor ligeledes et moderat positivt afkast på danske aktier over de næste 6 måneder. De fundamentale forhold for de danske børsnoterede virksomheder ser fortsat gode ud, idet vi venter en kraftig indtjeningsvækst i såvel 2014 som 2015. Dette er primært drevet af de stabile vækstselskaber som Novo Nordisk, Novozymes og Coloplast, men også af flere cykliske selskaber som A.P. Møller-Mærsk, Danske Bank og Vestas. Det danske aktiemarked handler nu på P/E-multipler for 2014 noget over det historiske niveau.

Overordnet følger afdelingen en balanceret strategi med overvægte inden for både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industrisektoren primært pga. investering i Vestas. Porteføljen er undervægtet indenfor telekom (TDC) og i sundhedsrelaterede aktier primært H. Lundbeck og Coloplast.

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.



# DANMARK FOKUS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	22.065	13.187
Kursgevinster og tab	329.925	97.948
Administrationsomkostninger	-13.497	-6.239
Resultat før skat	338.494	104.896
Rente- og udbytteskat	-254	-232
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>338.239</b>	<b>104.663</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	62.100	24.155
Kapitalandele 1]	2.167.687	1.179.911
Mellemværende vedr. handelsafvikling	18.152	9.862
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.247.938</b>	<b>1.213.929</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.245.034	1.209.578
Anden gæld	2.905	4.351
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.247.938</b>	<b>1.213.929</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,2	98,0
Øvrige finansielle instrumenter	2,8	2,0
<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	1.209.578	702.691
Udlønding fra sidste år	-89.942	0
Emissioner i perioden	794.875	139.225
Indløsninger i perioden	-9.642	-109.948
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.924	626
Periodens resultat	338.239	104.663
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.245.034</b>	<b>837.257</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.245.034	837.257
Antal andele	7.330.094	4.109.875
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	306,28	203,72
Afkast i DKK [pct]*]	23,15	14,74
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	17,28	11,74
Administrationsomk. [pct]*]	0,78	0,77
ÅOP	1,91	1,88

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

## DANMARK INDEKS

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

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 danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet 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 gav i første halvår 2014 et afkast på 16,58 pct., mens benchmark steg 17,28 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og 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

Det danske aktiemarked leverede i første halvår 2014 et højt afkast - også i forhold til europæiske og amerikanske indeks. Generelt steg cykliske aktier mere end defensive, men tendensen ændrede sig ved udgangen af halvåret. Blandt de toneangivende aktier klarede Vestas sig bedst med et afkast på 71 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turnaround af selskabet samt et pænt ordremomentum. Pandora leverede et afkast på 42 pct. på baggrund af fortsat vækst i omsætning og resultat. Andre traditionelt cykliske selskaber som A. P. Møller-Mærsk og Nordea leverede også positive afkast i første halvår, dog under benchmarkafkastet. Danske Bank steg knap 24 pct. som følge af øget tiltro fra markedet til, at selskabet vil nå sine indtjeningsmål for 2015. De to store defensive flagskibe Novo Nordisk og Coloplast steg henholdsvis 26 og 37 pct. De små og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i første halvår.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,70 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 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

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 1985
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0010266238
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	27,2%
Sundhedspleje	26,4%
Finans	21,5%
Materialer	7,9%
Forbrugsgoder	6,0%
Øvrige inkl. likvide	11,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	15,27
Tracking error	0,49
Information Ratio	-1,31
Jensen Alpha	-0,03
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	15,36
Active share	3,87

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## DANMARK INDEKS



### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer en fortsat positiv udvikling i global økonomi i anden halvår, og med positive ledende indikatorer forventer vi derfor ligeledes et moderat positivt afkast på danske aktier over de næste 6 måneder. De fundamentale forhold for de danske børsnoterede virksomheder ser fortsat gode ud, idet vi venter en kraftig indtjeningsvækst i såvel 2014 som 2015. Dette er primært drevet af de stabile vækstselskaber som Novo Nordisk, Novozymes og Coloplast, men også af flere cykliske selskaber som A.P. Møller-Mærsk, Danske Bank og Vestas. Det danske aktiemarked handler nu på P/E-multipler for 2014 noget over det historiske niveau.

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.

## DANMARK INDEKS

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	10.928	11.606
Kursgevinster og tab	97.395	60.504
Administrationsomkostninger	-1.975	-1.782
Resultat før skat	106.348	70.328
Rente- og udbytteskat	-63	-143
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>106.285</b>	<b>70.185</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.298	2.551
Kapitalandele 1]	704.193	671.015
Mellemværende vedr. handelsafvikling	986	918
Andre aktiver	40	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>706.516</b>	<b>674.483</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	705.418	673.631
Mellemværende vedr. handelsafvikling	771	0
Anden gæld	327	852
<b>Passiver i alt</b>	<b>706.516</b>	<b>674.483</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,7	99,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,3	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	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	673.631	602.632
Udlønding fra sidste år	-57.908	-43.144
Emissioner i perioden	13.715	6.259
Indløsninger i perioden	-30.404	-24.117
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	100	68
Periodens resultat	106.285	70.185
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>705.418</b>	<b>611.884</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	705.418	611.884
Antal andele	3.640.888	4.187.028
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	193,75	146,14
Afkast i DKK [pct]*]	16,58	11,70
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	17,28	11,74
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,28
ÅOP	0,83	0,85

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

## DANMARK INDEKS SMALL CAP

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 mindre og mellemstore danske aktier. Afdelingen omfatter investering i aktier, som på købstidspunktet indgår i KFMX-aktieindeks eller i aktier, som NASDAQ OMX Copenhagen A/S har offentliggjort vil komme til at indgå i indekset. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til kursudviklingen på danske small cap-aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, risici tilknyttet investeringsstilen 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 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 9,69 pct., mens benchmark steg 11,08 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, 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

Det danske marked bestående af mindre selskaber leverede med 11,08 pct. i første halvår 2014 et ganske højt afkast. De små- og mellemstore selskaber klarede sig dog generelt noget dårligere end de store selskaber, som leverede et meget højt afkast som følge af en gunstig udvikling i få store selskaber. Afkastet inden for mindre selskaber blev især trukket ned af svage aktieafkast blandt industriselskaber og it-selskaber. Til gengæld gav selskaber indenfor sundhed et højt afkast.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,39 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således mindre tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark. Det lavere afkast kan primært tilskrives lov-mæssige krav, der gør, at der i perioder kan opstå forskelle mellem afdelingens aktievægte og benchmarkets aktievægte.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Blandt de væsentligste risikofaktorer for aktiemarkedet 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 markedet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer et behersket positivt afkast på aktiemarkedet i resten af 2014. Dette er baseret på en forventning om, at den stærkere globale 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

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: NASDAQ OMC Copenhagen KFMX Index
Fondskode: DK0060244242
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	28,8%
Finans	26,0%
Sundhedspleje	17,9%
Forbrugsgoder	7,3%
Konsumentvarer	6,2%
Øvrige inkl. likvide	13,8%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,79
Standardafvigelse	15,60
Tracking error	5,85
Information Ratio	-0,09
Jensen Alpha	-0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,94
Standardafvigelse (benchm.)	13,69
Active share	6,94

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## DANMARK INDEKS SMALL CAP



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.

# DANMARK INDEKS SMALL CAP

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.343	471
Kursgevinster og tab	7.643	5.686
Administrationsomkostninger	-308	-160
Resultat før skat	8.677	5.996
Rente- og udbytteskat	-26	-12
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>8.651</b>	<b>5.984</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	4.178	2.106
Kapitalandele 1]	119.556	73.364
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.116	1.900
<b>Aktiver i alt</b>	<b>129.850</b>	<b>77.370</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	121.699	77.267
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.085	0
Anden gæld	66	102
<b>Passiver i alt</b>	<b>129.850</b>	<b>77.370</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	97,2
Øvrige finansielle instrumenter	3,4	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	77.267	30.261
Udlønding fra sidste år	0	-585
Emissioner i perioden	37.059	6.115
Indløsninger i perioden	-1.453	-5.962
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	175	66
Periodens resultat	8.651	5.984
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>121.699</b>	<b>35.879</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	121.699	35.879
Antal andele	845.031	336.093
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	144,02	106,75
Afkast i DKK [pct]*]	9,69	20,15
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,08	18,93
Administrationsomk. [pct]*]	0,28	0,46
ÅOP	0,94	2,24

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

## DANNEBROG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

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

I 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 3,42 pct., mens benchmark steg 3,36 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 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, 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 0,06 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 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

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1986
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 4 år
Fondskode: DK0010078070
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	24,1%
1-3 år	34,2%
3-5 år	13,9%
5-10 år	22,4%
Over 10 år	4,9%
Øvrige inkl. likvide	0,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,79
Standardafvigelse	2,26
Tracking error	1,13
Information Ratio	0,31
Jensen Alpha	0,12
Sharpe Ratio (benchm.)	1,20
Standardafvigelse (benchm.)	3,05

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014



## DANNEBROG 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 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.

## DANNEBROG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	143.430	213.525
Kursgevinster og tab	274.510	-222.339
Administrationsomkostninger	-31.398	-43.526
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>386.543</b>	<b>-52.340</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	2.868	146.753
Obligationer 1]	10.529.264	12.244.285
Andre aktiver	97.127	91.486
<b>Aktiver i alt</b>	<b>10.629.259</b>	<b>12.482.524</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	10.594.544	12.436.191
Mellemværende vedr. handelsafvikling	29.823	29.904
Anden gæld	4.892	16.430
<b>Passiver i alt</b>	<b>10.629.259</b>	<b>12.482.524</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,0	98,8
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	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	12.436.191	16.634.960
Udlodning fra sidste år	-212.438	-327.582
Emissioner i perioden	3.870	24.655
Indløsninger i perioden	-2.021.636	-1.418.188
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.014	2.972
Periodens resultat	386.543	-52.340
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>10.594.544</b>	<b>14.864.477</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	10.594.544	14.864.477
Antal andele	106.015.945	150.052.432
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,93	99,06
Afkast i DKK (pct)*]	3,42	-0,35
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	3,36	-1,14
Acontoudlodning	1,00	1,10
Administrationsomk. (pct)*]	0,27	0,28
ÅOP	0,72	0,76

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

## DANSKE INDEKS OblIGATIONER

Investerer i danske indeksobligationer. 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 danske indeksobligationer, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i renten på danske indeksobligationer. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkelt-landerisiko, renterisiko, kreditrisiko 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 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 1,69 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er mindre tilfredsstillende i forhold til den generelle markedsudvikling for danske indeksobligationer og konkurrenter. Vores forventning i årsrapporten for 2013 om positive afkast, svag vækst og lav inflation i 2014 blev i store træk indfriet, om end inflationsniveauet blev endnu lavere end forventet.

### Markedet

Første halvår 2014 blev en periode, hvor danske indeksobligationer nød godt af et generelt rentefald på almindelige obligationer, men de faldende inflationsforventninger lagde til gengæld en dæmper på afkastene på indeksobligationer. Lave inflationstal i Europa og ulmende konflikt i Ukraine fik

renterne til at falde gennem halvåret, og der kom en stigende frygt for direkte deflation i Europa. For at imødegå deflationstruslen lempede Den Europæiske Centralbank pengepolitikken i juni ved bl.a. at nedsætte flere rentesatser.

### Vurdering af afdelingens resultat

I første halvår 2014 blev porteføljens sammensætning ændret, idet investeringen i den 10-årige danske statsindeksobligation blev øget på bekostning af indeksobligationer udstedt af danske realkreditinstitutter. Ultimo juni udgjorde andelen af statsindeksobligationen ca. 17 pct. Det var dog fortsat lavere end andelen i markedet. Statsindeksobligationen gav et højere afkast end realkreditindeksobligationerne i første halvår, så undervægten bidrog negativt til afkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingen investerer udelukkende i danske indeksobligationer. Den største risiko er, at råvarepriserne falder kraftigt på verdensmarkedet, hvilket vil trække den faktiske inflation i Danmark ned. Den anden væsentlige risiko er, at realrenterne stiger betydeligt. Det vil medføre kurstab på indeksobligationerne. Dette kan ske, såfremt den europæiske gældskrise bliver fuldstændig løst, samt at væksten overrasker positivt. I det miljø vil verdens centralbanker påbegynde stramninger af pengepolitikken, og alle renter vil stige.

Afdelingens obligationer er primært udstedt af danske realkreditinstitutter. Danske realkreditobligationer anses for at have en meget lav kreditrisiko. Faldende huspriser og øgede tab på lån i realkreditinstitutterne kan eventuelt mindske investorernes tillid til realkreditobligationer generelt - herunder danske indeksobligationer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer en mindre rentestigning på lange obligationer i de kommende måneder. Det kan medføre negative afkast på danske indeksobligationer i andet halvår 2014, idet andelen af lange indeksobligationer er høj i afdelingen. Vi forventer derimod, at de korte renter vil blive liggende på et lavt niveau i resten af året. Vi vurderer ligeledes, at inflationen vil forblive på et lavt, men svagt stigende niveau i resten af 2014.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1996
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0015942650
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

1-3 år	0,6%
3-5 år	26,4%
5-10 år	70,7%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	3,82

## DANSKE INDEKS OblIGATIONER



Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor andelen af lange indeksobligationer bliver mindsket. Generelt forventer vi, at indeksobligationerne vil give et lidt bedre afkast end nominelle obligationer i de kommende måneder. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for danske indeksobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for danske indeksobligationer 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 flyttede fra Specialforeningen Danske Invest til Investeringsforeningen Danske Invest d. 26/6-2014 og fik samtidigt nyt navn: Danske Indeksobligationer. Afdelingen er fortsat lukket for emission.

## DANSKE INDEKSOBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	2.143	3.637
Kursgevinster og tab	2.201	-10.049
Administrationsomkostninger	-641	-1.014
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>3.703</b>	<b>-7.426</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	377	412
Obligationer 1]	198.058	262.117
Andre aktiver	1.792	2.683
<b>Aktiver i alt</b>	<b>200.227</b>	<b>265.212</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	200.133	259.905
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	4.961
Anden gæld	93	346
<b>Passiver i alt</b>	<b>200.227</b>	<b>265.212</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	259.905	388.947
Udløning fra sidste år	-25.452	-7.677
Emissioner i perioden	604	0
Indløsninger i perioden	-38.723	-53.478
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	96	136
Periodens resultat	3.703	-7.426
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>200.133</b>	<b>320.502</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	200.133	320.502
Antal andele	1.819.204	2.598.204
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,01	123,36
Afkast i DKK (pct)*]	1,69	-2,17
Administrationsomk. (pct)*]	0,28	0,28
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 KORTE OBLIGATIONER

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I 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 1,52 pct., mens benchmark steg 1,57 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Afdelingen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpen af både faldende renter og 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, 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 udviklingen i benchmark. I den positive retning trak en stor overvægt af realkreditobligationer, hvor specielt konverterbare 4 pct.-obligationer kom godt igennem halvåret med afkast på op til 5 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 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.

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

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2004
Risikoindikator (1-7): 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 2 år.
Fondskode: DK0016290422
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	55,0%
1-3 år	28,2%
3-5 år	8,9%
5-10 år	7,1%
Øvrige inkl. likvide	0,8%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,29
Standardafvigelse	1,05
Tracking error	0,88
Information Ratio	0,30
Jensen Alpha	0,10
Sharpe Ratio (benchm.)	1,42
Standardafvigelse (benchm.)	1,50

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## DANSKE KORTE OBLIGATIONER

tioner 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 KORTE OBLIGATIONER

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	43.330	58.603
Kursgevinster og tab	28.537	-32.192
Administrationsomkostninger	-8.040	-10.109
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>63.827</b>	<b>16.303</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.012	16.475
Obligationer 1]	4.091.764	4.403.374
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.756	11.291
Afledte finansielle instrumenter	31	0
Andre aktiver	30.364	32.128
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.125.927</b>	<b>4.463.268</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	4.077.006	4.457.013
Afledte finansielle instrumenter	0	23
Mellemværende vedr. handelsafvikling	47.628	2.555
Anden gæld	1.293	3.676
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.125.927</b>	<b>4.463.268</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,0	99,6
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,4
<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	4.457.013	5.080.586
Udlønding fra sidste år	-76.719	-122.621
Emissioner i perioden	92.574	614.429
Indløsninger i perioden	-460.168	-420.757
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	479	1.790
Periodens resultat	63.827	16.303
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.077.006</b>	<b>5.169.730</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.077.006	5.169.730
Antal andele	40.001.981	50.953.084
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,92	101,46
Afkast i DKK [pct]*]	1,52	0,30
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	1,57	-0,42
Administrationsomk. [pct]*]	0,19	0,19
ÅOP	0,51	0,55

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



## DANSKE LANGE OBLIGATIONER

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I 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 4,60 pct., mens benchmark steg 4,63 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 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, 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 0,03 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. Afdelingen havde i halvåret en anelse mindre renterisiko end afdelingens benchmark, hvilket bidrog negativt, 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: Juli 2001
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 6 år
Fondskode: DK0016105380
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	8,8%
1-3 år	28,1%
3-5 år	23,4%
5-10 år	31,1%
Over 10 år	8,0%
Øvrige inkl. likvide	0,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,43
Standardafvigelse	3,86
Tracking error	1,52
Information Ratio	0,38
Jensen Alpha	0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,07
Standardafvigelse (benchm.)	4,59

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## DANSKE 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 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 LANGE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	61.193	106.682
Kursgevinster og tab	157.693	-147.424
Administrationsomkostninger	-12.555	-15.988
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>206.331</b>	<b>-56.729</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.573	51.852
Obligationer 1]	4.401.350	4.733.591
Afledte finansielle instrumenter	82	0
Andre aktiver	37.440	44.066
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.440.445</b>	<b>4.829.509</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	4.398.290	4.822.248
Afledte finansielle instrumenter	0	57
Mellemværende vedr. handelsafvikling	40.161	1.083
Anden gæld	1.994	6.120
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.440.445</b>	<b>4.829.509</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,0	98,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	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	4.822.248	6.242.692
Udlodning fra sidste år	-203.465	-258.483
Emissioner i perioden	26.957	21.476
Indløsninger i perioden	-454.263	-502.989
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	481	1.382
Periodens resultat	206.331	-56.729
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.398.290</b>	<b>5.447.348</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.398.290	5.447.348
Antal andele	40.633.901	49.757.482
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,24	109,48
Afkast i DKK [pct]*]	4,60	-1,01
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	4,63	-1,92
Acontoudlodning	1,30	1,90
Administrationsomk. [pct]*]	0,27	0,28
ÅOP	0,72	0,78

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

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer, dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 samlet afkast på 5,67 pct, mens benchmark i samme periode steg 5,04 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afkastet var højere, end vi havde forventet, primært fordi der skete en større indsnævring af kreditspænd end forventet. Kreditspændet udtrykker renteforskellen mel-

lem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Lavere underliggende renter bidrog også positivt til resultatet.

### Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2014 ind med 30 basispunkter. Ved årets begyndelse faldt risikovilligheden relateret til nye markeder, men derefter kørte spændene ind på grund af jagt på afkast og anerkendelse af virksomhedernes stærke økonomiske nøgletal. Efter en blød start på året har der generelt været en stor mængde nyudstedelser. Udbuddet har dog ikke oversteget efterspørgslen, og nyudstedelserne har med nogle få undtagelser leveret gode resultater.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast lå 0,63 procentpoint over benchmarkets. Det positive bidrag til merafkastet skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer samt en generel overvægt af spændrisiko. Afdelingens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre negativt bidrag til merafkastet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014  
Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne igen bliver mindre risikovillige. Det vil kunne udløses af en svækkelse af de tegn på vækst, der i øjeblikket ses i europæisk økonomi. Hvis væksten udvikler sig stærkere end forventet, vil det omvendt kunne føre til højere renter, som igen vil få negativ indvirkning på det samlede afkast på højtforrentede europæiske papirer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi fastholder vores forventning om, at lavtforrentede langfristede obligationer vil klare sig dårligere end markedet. Samtidig fastholder vi vores forsigtige syn på det lavest-ratede segment. Afdelingen allokerer således fortsat risiko til efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid, hvor vi ser et mere attraktivt afkast risikoforhold. Samtidig tror vi, der fortsat findes værdi i enkeltpapirer og i nyudstedelser, herunder

### AFDELINGENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	16,4%
1-3 år	29,4%
3-5 år	30,2%
5-10 år	10,7%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER



virksomheder i de gældsplagede lande i Europa. Afdelingen fastholder sin overvægt i efterstillede forsikrings- og bankobligationer, men vi understreger dog vigtigheden af individuelt papirvalg på dette område og har gradvist reduceret vores eksponering ved gevinsthjemtagning i visse papirer.

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 HIGH YIELD-OBLIGATIONER

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	23.9.-31.12.13
Renter og udbytter	15.164	7.612
Kursgevinster og tab	16.636	15.103
Administrationsomkostninger	-3.066	-1.690
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>28.735</b>	<b>21.026</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	41.983	12.627
Obligationer 1]	301.846	567.235
Mellemværende vedr. handelsafvikling	91.175	1.268
Afledte finansielle instrumenter	170	236
Andre aktiver	6.208	11.485
<b>Aktiver i alt</b>	<b>441.381</b>	<b>592.852</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	405.390	591.156
Afledte finansielle instrumenter	65	289
Mellemværende vedr. handelsafvikling	35.469	0
Anden gæld	458	1.406
<b>Passiver i alt</b>	<b>441.381</b>	<b>592.852</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,8	97,8
Øvrige finansielle instrumenter	12,2	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	23.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	591.156	0
Udløning fra sidste år	-4.909	0
Emissioner i perioden	261.078	569.593
Indløsninger i perioden	-472.903	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.233	538
Periodens resultat	28.735	21.026
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>405.390</b>	<b>591.156</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	23.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	405.390	591.156
Antal andele	3.729.717	5.683.532
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,69	104,01
Afkast i DKK (pct)*]	5,67	4,01
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,04	3,80
Administrationsomk. (pct)*]	0,54	1,08
ÅOP	1,33	1,41

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

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

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

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 72.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 73-81.

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

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	98.926	58.256
Kursgevinster og tab	98.233	-63.701
Administrationsomkostninger	-20.203	-11.605
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>176.956</b>	<b>-17.050</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	182.750	187.250
Obligationer 1]	3.378.236	3.887.350
Mellemværende vedr. handelsafvikling	122.329	8.653
Afledte finansielle instrumenter	2.223	2.589
Andre aktiver	69.032	79.317
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.754.570</b>	<b>4.165.160</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.642.783	4.153.248
Afledte finansielle instrumenter	1.115	2.289
Mellemværende vedr. handelsafvikling	107.349	0
Anden gæld	3.323	9.622
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.754.570</b>	<b>4.165.160</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,8	95,4
Øvrige finansielle instrumenter	5,2	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	4.153.248	1.082.626
Emissioner i perioden	596.056	2.631.397
Indløsninger i perioden	-1.293.877	-12.962
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	10.399	10.209
Periodens resultat	176.956	-17.050
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.642.783</b>	<b>3.694.221</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.642.783	3.694.221

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



## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK 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 d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 samlet afkast på 6,55 pct. i NOK, mens benchmark i samme periode steg 5,89 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter.

Afkastet var højere end vi havde forventet, primært fordi der skete en større indsnævring af kreditspænd end forventet.

Kreditspændet udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Lavere underliggende renter bidrog også positivt til resultatet.

### Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2014 ind med 30 basispunkter. Ved årets begyndelse faldt risikovilligheden relateret til nye markeder, men derefter kørte spændene ind på grund af jagt på afkast og anerkendelse af virksomhedernes stærke økonomiske nøgletal. Efter en blød start på året har der generelt været en stor mængde nyudstedelser. Udbuddet har dog ikke oversteget efterspørgslen, og nyudstedelserne har med nogle få undtagelser leveret gode resultater.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast lå 0,66 procentpoint over benchmarkets. Det positive bidrag til merafkastet skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer samt en generel overvægt af spændrisiko. Afdelingens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre negativt bidrag til merafkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne igen bliver mindre risikovillige. Det vil kunne udløses af en svækkelse af de tegn på vækst, der i øjeblikket ses i europæisk økonomi. Hvis væksten udvikler sig stærkere end forventet, vil det omvendt kunne føre til højere renter, som igen vil få negativ indvirkning på det samlede afkast på højtforrentede europæiske papirer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi fastholder vores forventning om, at lavtforrentede langfristede obligationer vil klare sig dårligere end markedet. Samtidig fastholder vi vores forsigtige syn på det lavest-rate segment. Andelsklassen allokterer således fortsat risiko til efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid,

### ANDELSKLASSENS PROFIL

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

### VARIGHEDER

0-1 år	17,9%
1-3 år	31,9%
3-5 år	32,6%
5-10 år	12,5%
Over 10 år	0,6%
Øvrige inkl. likvide	4,5%

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL



hvor vi ser et mere attraktivt afkast risikoforhold. Samtidig tror vi, der fortsat findes værdi i enkeltpapirer og i nyudstedelser, herunder virksomheder i gældsplagede lande i Europa. Andelsklassen fastholder sin overvægt i efterstillede forsikrings- og bankobligationer, men vi understreger dog vigtigheden af individuelt papirvalg på dette område og har gradvist reduceret vores eksponering ved gevinsthjemtagning i visse papirer.

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 vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### EURO HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	5.11.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.680	641
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	622	-958
Administrationsomkostninger	-806	-96
<b>Klassens resultat</b>	<b>7.496</b>	<b>-413</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	5.11.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	79.268	0
Emissioner i perioden	100.061	79.192
Indløsninger i perioden	-30.079	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	775	489
Periodens resultat	7.496	-413
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>157.521</b>	<b>79.268</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	5.11.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	157.521	79.268
Antal andele	1.633.021	870.675
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	108,70	102,02
Afkast i NOK (pct)*]	6,55	2,02
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	5,89	1,59
Administrationsomk. (pct)*]	0,57	1,15

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

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Euro High Yield-Obligationer, klass SEK 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 d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 samlet afkast på 5,88 pct. i SEK, mens benchmark i samme periode steg 5,53 pct. i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter.

Afkastet var højere, end vi havde forventet, primært fordi der skete en større indsnævring af kreditspænd end forventet. Kreditspændet udtrykker renteforskellen mellem kreditobli-

gationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Lavere underliggende renter bidrog også positivt til resultatet.

### Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2014 ind med 30 basispunkter. Ved årets begyndelse faldt risikovilligheden relateret til nye markeder, men derefter kørte spændene ind på grund af jagt på afkast og anerkendelse af virksomhedernes stærke økonomiske nøgletal. Efter en blød start på året har der generelt været en stor mængde nyudstedelser. Udbuddet har dog ikke oversteget efterspørgslen, og nyudstedelserne har med nogle få undtagelser leveret gode resultater.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast lå 0,35 procentpoint over benchmarkets. Det positive bidrag til merafkastet skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer samt en generel overvægt af spændrisiko. Andelsklassens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre negativt bidrag til merafkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne igen bliver mindre risikovillige. Det vil kunne udløses af en svækkelse af de tegn på vækst, der i øjeblikket ses i europæisk økonomi. Hvis væksten udvikler sig stærkere end forventet, vil det omvendt kunne føre til højere renter, som igen vil få negativ indvirkning på det samlede afkast på højtforrentede europæiske papirer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi fastholder vores forventning om, at lavtforrentede langfristede obligationer vil klare sig dårligere end markedet. Samtidig fastholder vi vores forsigtige syn på det lavestrate segment. Andelsklassen allokterer således fortsat risiko til efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid, hvor vi ser et mere attraktivt afkast risikoforhold. Samtidig tror vi, der fortsat findes værdi i enkeltpapirer og i nyud-

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2013
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til SEK
Fondskode: DK0060486256
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	17,8%
1-3 år	31,6%
3-5 år	32,3%
5-10 år	12,4%
Over 10 år	0,6%
Øvrige inkl. likvide	5,3%

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL



stedelser, herunder virksomheder i gældsplagede lande i Europa. Andelsklassen fastholder sin overvægt i efterstillede forsikrings- og bankobligationer, men vi understreger dog vigtigheden af individuelt papirvalg på dette område og har gradvist reduceret vores eksponering ved gevinsthjemtagning i visse papirer.

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 vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Euro High Yield Obligationer, klass SEK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASSE SEK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	7.2.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	25.986	1.217
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-14.913	-8.809
Administrationsomkostninger	-2.848	-590
<b>Klassens resultat</b>	<b>8.225</b>	<b>-8.181</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	7.2.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	439.512	0
Emissioner i perioden	301.015	347.912
Indløsninger i perioden	-167.620	-3.982
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.460	-1.426
Periodens resultat	8.225	-8.181
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>583.592</b>	<b>334.323</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	583.592	334.323
Antal andele	6.147.891	3.872.880
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	116,54	101,54
Afkast i SEK [pct]*]	5,88	1,54
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	5,53	2,84
Administrationsomk. [pct]*]	0,57	0,56

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

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK 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 euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 samlet afkast på 5,81 pct., mens benchmark i samme periode steg 5,04 pct. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter.

Afkastet var højere end vi havde forventet, primært fordi der skete en større indsnævring af kreditspænd end forventet. Kreditspændet udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Lavere underliggende renter bidrog også positivt til resultatet.

### Markedet

De europæiske high yield-rentespænd kørte i første halvår 2014 ind med 30 basispunkter. Ved årets begyndelse faldt risikovilligheden relateret til nye markeder, men derefter kørte spændene ind på grund af jagt på afkast og anerkendelse af virksomhedernes stærke økonomiske nøgletal. Efter en blød start på året har der generelt været en stor mængde nyudstedelser. Udbuddet har dog ikke oversteget efterspørgslen, og nyudstedelserne har med nogle få undtagelser leveret gode resultater.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast lå 0,77 procentpoint over benchmarkets. Det positive bidrag til merafkastet skyldtes hovedsageligt en overvægt på papirniveau af efterstillede bank- og forsikringsobligationer samt en generel overvægt af spændrisiko. Andelsklassens lidt kortere varighed i forhold til benchmark gav et mindre negativt bidrag til merafkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den største risiko for afkastet på højtforrentede europæiske obligationer er, hvis investorerne igen bliver mindre risikovillige. Det vil kunne udløses af en svækkelse af de tegn på vækst, der i øjeblikket ses i europæisk økonomi. Hvis væksten udvikler sig stærkere end forventet, vil det omvendt kunne føre til højere renter, som igen vil få negativ indvirkning på det samlede afkast på højtforrentede europæiske papirer.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til DKK
Fondskode: DK0060497378
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	17,8%
1-3 år	31,7%
3-5 år	32,3%
5-10 år	12,4%
Over 10 år	0,6%
Øvrige inkl. likvide	5,2%

## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi fastholder vores forventning om, at lavtforrentede langfristede obligationer vil klare sig dårligere end markedet. Samtidig fastholder vi vores forsigtige syn på det lavest-ratede segment. Andelsklassen allokere således fortsat risiko til efterstillede gældsinstrumenter med kortere løbetid, hvor vi ser et mere attraktivt afkast risikoforhold. Samtidig tror vi, der fortsat findes værdi i enkeltpapirer og i nyudstedelser, herunder virksomheder i gældsplagede lande i Europa. Andelsklassen fastholder sin overvægt i efterstillede forsikrings- og bankobligationer, men vi understreger dog vigtigheden af individuelt papirvalg på dette område og har gradvist reduceret vores eksponering ved gevinsthjemtagning i visse papirer.

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 vækstudsigter og dermed renteutviklingen.



## EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Euro High Yield Obligationer Akkumulerende, klasse DKK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKK., KLASSE DKK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	177.426	-3.061
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-16.192	-5.808
<b>Klassens resultat</b>	<b>161.235</b>	<b>-8.868</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	3.634.468	1.082.626
Emissioner i perioden	194.981	2.283.485
Indløsninger i perioden	-1.096.178	-8.980
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	7.164	11.635
Periodens resultat	161.235	-8.868
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.901.670</b>	<b>3.359.899</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.901.670	3.359.899
Antal andele	25.316.348	33.486.831
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,62	100,33
Afkast i DKK (pct)*]	5,81	1,92
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,04	2,34
Administrationsomk. (pct)*]	0,55	0,54
ÅOP	1,34	1,56

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

## EURO INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER

Investorerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, DKK, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner.

Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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, DKK, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 5,12 pct., mens benchmarket steg 4,70 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende i forhold benchmark og konkurrenter.

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 0,42 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 reduceret merafkastet. Inden for papirvalget kom de største enkeltbidrag fra franske Groupama samt tyske Wuerttembergische Lebensversicherung, som begge er forsikringselskaber. Telekommunikation bidrog ligeledes positivt på papirvalget, hvor det stort set var alle papirer i sektoren, som bidrog positivt til afkastet.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1999
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indeksset er hedget til DKK
Fondskode: DK0060448751
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	13,0%
1-3 år	24,3%
3-5 år	24,6%
5-10 år	35,0%
Øvrige inkl. likvide	3,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,52
Standardafvigelse	4,89
Tracking error	1,03
Information Ratio	1,22
Jensen Alpha	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	1,44
Standardafvigelse (benchm.)	4,30

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EURO INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER

### 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 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 investorernes risikoaversion end almindelige ikke-efterstillede obligationer, vil en større stigning i investorernes 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 beskeden 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 finan-

sieringen 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 merrente 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-OBLIGATIONER

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	107.688	131.360
Kursgevinster og tab	199.442	-72.633
Administrationsomkostninger	-21.355	-27.433
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>285.776</b>	<b>31.295</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	165.329	136.795
Obligationer 1]	5.427.898	5.499.671
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.019	0
Afledte finansielle instrumenter	5.842	3.703
Andre aktiver	86.644	109.009
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.688.732</b>	<b>5.749.178</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	5.667.730	5.723.751
Afledte finansielle instrumenter	113	15.902
Mellemværende vedr. handelsafvikling	17.452	0
Anden gæld	3.437	9.525
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.688.732</b>	<b>5.749.178</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	97,8
Øvrige finansielle instrumenter	3,1	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	5.723.751	6.726.724
Udlønding fra sidste år	-288.060	-194.345
Emissioner i perioden	140.540	333.630
Indløsninger i perioden	-194.863	-465.081
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	587	1.720
Periodens resultat	285.776	31.295
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>5.667.730</b>	<b>6.433.942</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.667.730	6.433.942
Antal andele	48.402.275	56.851.935
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	117,10	113,17
Afkast i DKK (pct)*]	5,12	0,45
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	4,70	0,05
Administrationsomk. (pct)*]	0,37	0,41
ÅOP	0,94	0,94

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

## EUROPA

Investerer bredt i europæiske 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 ne- denfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemme- hørende 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 euro- pæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, mod- partsrisiko og 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 risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 4,24 pct., mens benchmark steg 6,08 pct. Afdelingens afkast var såle- des mindre 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 europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,08 pct. i første halvår 2014. Indtjeningen voksede mindre end for- ventet i første halvår, så kursstigningerne afspejler en højere prisfastsættelse drevet af de faldende lange renter, ekspan- sive 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

Afdelingens afkast var 1,84 procentpoint lavere end ændrin- gen i benchmark. Det skyldes bl.a., at de selskaber, afdelin- gen har haft fokus på, ofte er kendetegnet ved at være globalt eksponerede markedsledere inden for deres industri, mens mange af de selskaber, der steg mest gennem året, var de selskaber, der får mest ud af en forbedring i økonomien i Europa, herunder sydeuropæiske banker og forsyningsse- lskaber, som afdelingen ikke har investeret i.

Omvendt har afdelingens relative afkast været positivt påvirket af en række aktier, som steg betydeligt mere end markedet. Det drejer sig især om det irske medicinalsselskab Shire, det franske telekomselskab Iliad, det engelske indu- striselskab Weir Group, danske Novo Nordisk og det tyske ingrediensselskab Symrise.

### 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-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1989
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010252956
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	22,6%
Sundhedspølse	16,8%
Materialer	11,0%
Industri	10,5%
Forbrugsgoder	10,1%
Øvrige inkl. likvide	29,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,00
Standardafvigelse	12,64
Tracking error	2,96
Information Ratio	0,17
Jensen Alpha	0,06
Sharpe Ratio (benchm.)	0,97
Standardafvigelse (benchm.)	12,41
Active share	74,29

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPA

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 risikofaktor for aktiemarkedene.

Afdelingens største overvægt er aktier med en global robust forretningsmodel samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsniveauet. Vi er undervægtet i selskaber på tværs af sektorer, som er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Forudsat vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil en markant forskel i afkastudviklingen mellem europæiske eksponerede selskaber og globalt eksponerede selskaber kunne have særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

### 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 sundhed og informationsteknologi, 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 indtjeningsniveauet. 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 indenfor forsyning og telekommunikation, hvor vi vurderer at risiko afkast 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.

## EUROPA

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	21.309	14.250
Kursgevinster og tab	24.136	10.814
Administrationsomkostninger	-6.353	-4.495
Resultat før skat	39.092	20.569
Rente- og udbytteskat	-676	-1.682
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>38.416</b>	<b>18.887</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	18.718	33.673
Kapitalandele 1]	953.307	852.994
Mellemværende vedr. handelsafvikling	14.835	1.189
Andre aktiver	5.702	4.501
<b>Aktiver i alt</b>	<b>992.562</b>	<b>892.357</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	991.404	888.446
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.181
Anden gæld	1.158	2.730
<b>Passiver i alt</b>	<b>992.562</b>	<b>892.357</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,9	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	888.446	667.203
Udløning fra sidste år	0	-9.294
Emissioner i perioden	177.940	190.660
Indløsninger i perioden	-114.259	-138.199
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	861	1.157
Periodens resultat	38.416	18.887
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>991.404</b>	<b>730.414</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	991.404	730.414
Antal andele	7.822.816	6.671.987
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	126,73	109,47
Afkast i DKK [pct]*]	4,24	4,06
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,08	3,60
Administrationsomk. [pct]*]	0,70	0,70
ÅOP	1,71	1,77

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

## EUROPA FOKUS

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

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

I 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 0,96 pct., mens benchmark steg 6,08 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om po-

sitive 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

Afdelingens afkast var 5,12 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 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.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 1998
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010245901
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	30,3%
Forbrugsgoder	20,4%
Sundhedspleje	13,2%
Materialer	11,8%
Energi	8,0%
Øvrige inkl. likvide	16,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,71
Standardafvigelse	14,69
Tracking error	5,26
Information Ratio	0,02
Jensen Alpha	0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	0,75
Standardafvigelse (benchm.)	13,68
Active share	92,82

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014



## EUROPA FOKUS

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 indenfor finans og forsyning, hvor vi fortsat har svært ved at finde interessante investeringer. En stærk udvikling inden for disse sektorer vil også ramme afdelingens relative afkast negativt.

### 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.

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 indtjeningssevnen. 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 indenfor forsyning og telekommunikation, hvor vi vurderer at risiko afkast 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.

## EUROPA FOKUS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	16.320	16.979
Kursgevinster og tab	-1.968	-852
Administrationsomkostninger	-6.870	-6.654
Resultat før skat	7.482	9.473
Rente- og udbytteskat	-450	-1.780
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>7.032</b>	<b>7.693</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	20.945	22.084
Kapitalandele 1]	852.063	796.594
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.075	0
Andre aktiver	5.169	4.540
<b>Aktiver i alt</b>	<b>880.252</b>	<b>823.218</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	875.829	819.283
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.247	796
Anden gæld	1.176	3.140
<b>Passiver i alt</b>	<b>880.252</b>	<b>823.218</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	97,3
Øvrige finansielle instrumenter	2,4	2,7
<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	819.283	799.389
Udlønding fra sidste år	0	-9.725
Emissioner i perioden	93.761	108.842
Indløsninger i perioden	-44.697	-136.017
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	451	867
Periodens resultat	7.032	7.693
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>875.829</b>	<b>771.048</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	875.829	771.048
Antal andele	7.771.816	7.677.301
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,69	100,43
Afkast i DKK (pct)*]	0,96	0,68
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,08	3,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,81	0,80
ÅOP	1,91	1,95

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

## EUROPA FOKUS – AKKUMULERENDE KL

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 aktiemarkedet, 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 andelsklassen 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 0,76 pct., mens benchmark steg 6,08 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om po-

sitive 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

Afdelingens afkast var 5,32 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 medicinalsekskaber 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, 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

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindekator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060229011
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	29,9%
Forbrugsgoder	20,1%
Sundhedspleje	13,0%
Materialer	11,6%
Energi	8,0%
Øvrige inkl. likvide	17,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,82
Standardafvigelse	13,37
Tracking error	6,11
Information Ratio	0,07
Jensen Alpha	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,89
Standardafvigelse (benchm.)	11,80
Active share	92,97

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2014

## EUROPA FOKUS – AKKUMULERENDE KL

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 inden for disse sektorer vil også ramme afdelingens relative afkast negativt.

### 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.

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 indtjeningsniveauet. 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 risikoafkastforholdet 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.

## EUROPA FOKUS – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	27.251	24.129
Kursgevinster og tab	-2.393	-12.961
Administrationsomkostninger	-11.518	-9.102
Resultat før skat	13.341	2.066
Rente- og udbytteskat	-2.546	-2.635
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>10.794</b>	<b>-569</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	56.655	44.613
Kapitalandele 1]	1.408.785	1.401.487
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.006	331
Andre aktiver	5.131	3.448
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.473.576</b>	<b>1.449.879</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.466.191	1.445.159
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.429	0
Anden gæld	1.957	4.720
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.473.576</b>	<b>1.449.879</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,1	96,9
Øvrige finansielle instrumenter	3,9	3,1
<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	1.445.159	1.095.724
Emissioner i perioden	33.846	68.664
Indløsninger i perioden	-23.788	-47.421
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	179	419
Periodens resultat	10.794	-569
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.466.191</b>	<b>1.116.817</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.466.191	1.116.817
Antal andele	9.250.638	7.861.338
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	158,50	142,06
Afkast i DKK (pct)*]	0,76	0,01
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,08	3,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,79	0,80
ÅOP	1,92	1,94

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

## EUROPA HØJT UDBYTTE

Investorerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. 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](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 aktiemarkedet, 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 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 8,57 pct., mens benchmark steg 6,08 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventnin-

ger 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

Afdelingens afkast var 2,49 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at vores sektorfordeling med fokus på forsyning og energi i høj grad bar frugt, men i ligeså høj grad at vores aktieudvælgelse generelt bidrog meget positivt inden for en række sektorer. Inden for energi klarede alle vores tre store olieselskaber sig rigtig godt. Dette skyldtes, at nogle af de senere års store investeringer nu så småt begynder at give afkast, og samtidig kan investeringsniveauet sænkes med det resultat, at selskabernes cash flow styrkes, og udbytterne kan øges. Forsyningssektoren steg derimod primært som følge af de faldende renter, særligt i Sydeuropa, idet de fleste selskaber har et relativt højt gældsniveau. Vores aktievalg bidrog ikke positivt, men vores to engelske selskaber, National Grid og SSE klarede sig fint i forhold til markedet og den øvrige portefølje. Vores aktievalg inden for telekommunikation bidrog positivt, idet vores fravalg af Vodafone til fordel for Swisscom og Belgacom var rigtigt. Vodafone faldt i kurs og afgav en pæn del af sidste års afkast, hvorimod Swisscom og Belgacom steg mere end både sektoren og markedet. Vores overvægt i forsikring bidrog derimod negativt til afkastet, idet sektoren led under det lavere renteniveau. AXA og Baloise faldt lidt tilbage som følge af de faldende renter, hvilket lagde fornyet pres på deres

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2003
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016253651
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	26,0%
Energi	14,2%
Sundhedspleje	14,2%
Konsumentvarer	11,7%
Forsyning	8,9%
Øvrige inkl. likvide	25,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,94
Standardafvigelse	12,14
Tracking error	2,85
Information Ratio	-0,23
Jensen Alpha	-0,00
Sharpe Ratio (benchm.)	0,97
Standardafvigelse (benchm.)	12,41
Active share	78,45

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPA HØJT UDBYTTE

livsforsikringsforretninger. Modsat steg Direct Line Group pænt, idet selskabet leverede gode resultater og har sin aktivitet koncentreret inden for skadesforsikring.

Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt.

### 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.

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

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte ved udgangen af første halvår 2014 på sektorniveau er forsikring, forsyning og energi, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for forbrugsgoder, banker og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter. Afdelingens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

### 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 følger en investeringsstrategi med vægt på valget af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. Vi har en høj eksponering inden for forsyning og energi, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på industriselskaber med globale afsætningsmuligheder. Inden for finans har vi fokus på forsikringsselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger og har til gengæld begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering.

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.

## EUROPA HØJT UDBYTTE

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	77.680	60.733
Kursgevinster og tab	104.303	44.426
Administrationsomkostninger	-17.210	-16.103
Resultat før skat	164.772	89.057
Rente- og udbytteskat	5.137	-7.719
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>169.909</b>	<b>81.337</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	19.339	14.202
Kapitalandele 1]	2.081.380	2.017.749
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.749	1.042
Andre aktiver	22.600	20.822
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.125.069</b>	<b>2.053.816</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.120.657	2.046.153
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.607	0
Anden gæld	2.804	7.662
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.125.069</b>	<b>2.053.816</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	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	2.046.153	2.217.627
Udlønding fra sidste år	-39.120	-48.931
Emissioner i perioden	74.459	139.223
Indløsninger i perioden	-131.330	-537.343
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	586	2.126
Periodens resultat	169.909	81.337
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.120.657</b>	<b>1.854.040</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.120.657	1.854.040
Antal andele	13.171.801	13.909.427
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	161,00	133,29
Afkast i DKK (pct)*]	8,57	3,86
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,08	3,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,83	0,80
ÅOP	1,87	1,92

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



## EUROPA HØJT UDBYTTE – AKKUMULERENDE KL

Investorerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. 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](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 aktiemarkedet, 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 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 8,64 pct., mens benchmark steg 6,08 pct. Afdelingens afkast var således meget 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

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

Afdelingens afkast var 2,56 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at vores sektorfordeling med fokus på forsyning og energi i høj grad bar frugt, men i ligeså høj grad at vores aktieudvælgelse generelt bidrog meget positivt inden for en række sektorer. Inden for energi klarede alle vores tre store olieselskaber sig rigtig godt. Dette skyldtes, at nogle af de senere års store investeringer nu så småt begynder at give afkast, og samtidig kan investeringsniveauet sænkes med det resultat, at selskabernes cash flow styrkes, og udbytterne kan øges. Forsyningssektoren steg derimod primært som følge af de faldende renter, særligt i Sydeuropa, idet de fleste selskaber har et relativt højt gældsniveau. Vores aktievalg bidrog ikke positivt, men vores to engelske selskaber, National Grid og SSE klarede sig fint i forhold til markedet og den øvrige portefølje. Vores aktievalg inden for telekommunikation bidrog positivt, idet vores fravalg af Vodafone til fordel for Swisscom og Belgacom var rigtigt. Vodafone faldt i kurs og afgav en pæn del af sidste års afkast, hvorimod Swisscom og Belgacom steg mere end både sektoren og markedet. Vores overvægt i forsikring bidrog derimod negativt til det relative afkast, idet sektoren led under det lavere renteniveau. AXA og Baloise faldt lidt tilbage som følge af de faldende renter, hvilket lagde fornyet

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060058618
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	26,1%
Sundhedspleje	14,2%
Energi	14,1%
Konsumentvarer	11,7%
Forsyning	8,9%
Øvrige inkl. likvide	25,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,92
Standardafvigelse	12,16
Tracking error	2,85
Information Ratio	-0,29
Jensen Alpha	-0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	0,97
Standardafvigelse (benchm.)	12,41
Active share	78,46

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPA HØJT UDBYTTE – AKKUMULERENDE KL

pres på deres livsforsikringsforretninger. Modsat steg Direct Line Group pænt, idet selskabet leverede gode resultater og har sin aktiviteter koncentreret inden for skadesforsikring.

Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt.

### 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.

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

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte ved udgangen af første halvår 2014 på sektorniveau er forsikring, forsyning og energi, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for forbrugsgoder, banker og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter. Afdelingens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

### 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 følger en investeringsstrategi med vægt på valget af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. Vi har en høj eksponering inden for forsyning og energi, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på industriselskaber med globale afsætningsmuligheder. Inden for finans har vi fokus på forsikringsselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger og har til gengæld begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering.

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.

## EUROPA HØJT UDBYTTE – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	31.119	32.595
Kursgevinster og tab	41.916	14.590
Administrationsomkostninger	-6.853	-8.426
Resultat før skat	66.183	38.760
Rente- og udbytteskat	1.947	-4.133
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>68.130</b>	<b>34.627</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	6.898	5.216
Kapitalandele 1]	793.881	827.662
Mellemværende vedr. handelsafvikling	910	0
Andre aktiver	11.346	8.934
<b>Aktiver i alt</b>	<b>813.036</b>	<b>841.811</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	807.635	834.831
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.302	3.273
Anden gæld	1.099	3.707
<b>Passiver i alt</b>	<b>813.036</b>	<b>841.811</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	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	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	834.831	1.098.508
Emissioner i perioden	0	12.673
Indløsninger i perioden	-95.564	-170.845
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	237	577
Periodens resultat	68.130	34.627
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>807.635</b>	<b>975.539</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	807.635	975.539
Antal andele	6.703.470	9.943.547
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,48	98,11
Afkast i DKK [pct]*]	8,64	3,16
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,08	3,60
Administrationsomk. [pct]*]	0,83	0,80
ÅOP	1,88	1,92

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

## EUROPA INDEKS

Investerer indeksbaseret i europæiske 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

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 aktiemarkedet, 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 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 6,44 pct., mens benchmark steg 6,08 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 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

Afdelingens afkast var 0,36 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt. Korrigeret herfor var der 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

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 1984
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266311
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	21,5%
Konsumtvarer	13,6%
Sundhedspleje	13,0%
Industri	10,6%
Energi	10,1%
Øvrige inkl. likvide	31,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,98
Standardafvigelse	12,19
Tracking error	0,57
Information Ratio	-0,31
Jensen Alpha	0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	0,97
Standardafvigelse (benchm.)	12,41
Active share	11,30

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPA INDEKS



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.

## EUROPA INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	12.193	7.728
Kursgevinster og tab	10.740	5.655
Administrationsomkostninger	-1.122	-925
Resultat før skat	21.811	12.458
Rente- og udbytteskat	10	-786
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>21.821</b>	<b>11.672</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	875	2.326
Kapitalandele 1]	353.979	343.450
Mellemværende vedr. handelsafvikling	689	1.254
Andre aktiver	3.551	2.822
<b>Aktiver i alt</b>	<b>359.094</b>	<b>349.852</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	358.915	349.416
Anden gæld	180	436
<b>Passiver i alt</b>	<b>359.094</b>	<b>349.852</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	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	349.416	296.969
Udlønding fra sidste år	0	-8.111
Emissioner i perioden	8.474	29.371
Indløsninger i perioden	-20.878	-21.318
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	81	179
Periodens resultat	21.821	11.672
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>358.915</b>	<b>308.761</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	358.915	308.761
Antal andele	4.080.705	4.342.506
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	87,95	71,10
Afkast i DKK [pct]*]	6,44	4,07
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,08	3,60
Administrationsomk. [pct]*]	0,32	0,30
ÅOP	0,86	0,88

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

## EUROPA INDEKS BNP

Investerer indeksbaseret i henhold til et BNP-vægtet indeks i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 aktiemarkedet, 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 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,35 pct., mens benchmark steg 6,76 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 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 0,59 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt. Korrigeret herfor var der 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 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 infla-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1989
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe BNP inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015737563
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	23,8%
Industri	11,1%
Forbrugsgoder	10,6%
Energi	10,4%
Konsumentvarer	9,9%
Øvrige inkl. likvide	34,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,77
Standardafvigelse	14,22
Tracking error	1,29
Information Ratio	0,39
Jensen Alpha	0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	0,72
Standardafvigelse (benchm.)	14,54
Active share	5,44

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPA INDEKS BNP



tion 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.

### **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 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.



## EUROPA INDEKS BNP

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	6.145	3.444
Kursgevinster og tab	9.642	2.496
Administrationsomkostninger	-739	-432
Resultat før skat	15.048	5.509
Rente- og udbytteskat	676	-465
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>15.724</b>	<b>5.044</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	2.294	1.907
Kapitalandele 1]	232.675	149.476
Andre aktiver	3.240	3.399
<b>Aktiver i alt</b>	<b>238.209</b>	<b>154.783</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	237.151	154.595
Mellemværende vedr. handelsafvikling	938	0
Anden gæld	120	188
<b>Passiver i alt</b>	<b>238.209</b>	<b>154.783</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	98,7
Øvrige finansielle instrumenter	1,0	1,3
<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	154.595	131.389
Udlønding fra sidste år	0	-4.279
Emissioner i perioden	72.980	1.069
Indløsninger i perioden	-6.198	-7.823
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	51	27
Periodens resultat	15.724	5.044
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>237.151</b>	<b>125.426</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	237.151	125.426
Antal andele	724.444	498.990
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	327,36	251,36
Afkast i DKK [pct]*]	7,35	3,91
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,76	1,48
Administrationsomk. [pct]*]	0,37	0,33
ÅOP	0,89	0,93

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

## EUROPA SMALL CAP

Investerer fokuseret i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. 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

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore selskaber, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, 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 2,57 pct., mens benchmark steg 6,14 pct. Afdelingens afkast var således 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 small cap-aktiemarkeder gav et afkast på 6,14 pct. i første halvår 2014. Udviklingen var præget af to meget forskellige perioder. De første to måneder af året var risikovilligheden høj. Small cap-markedet steg alene i februar med mere end 6 pct. De sidste 4 måneder blev væsentlig mere normale, og en række aktier, som var steget meget, faldt tilbage. Prisfastsættelsen var inden for udvalgte områder blevet alt for høj. Tilsvarende så vi, at solide regnskaber fra selskaber, som ikke havde haft aktiemarkedets interesse, mens risikovilligheden var høj, blev belønnet med pæne kursstigninger. Vi så specielt i starten af året en stor interesse for at købe aktier i Sydeuropa. Her har vi endnu ikke set den store indtjeningsstigning.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,57 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldes især udviklingen de to første måneder af året, hvor markedets risikoappetit var meget høj. Afdelingen klarede sig således de sidste 4 måneder af halvåret klart bedre end benchmark.

Det har påvirket afdelingens relative afkast negativt, at vi ikke har været eksponeret mod indlandsorienterede syd-europæiske virksomheder (f.eks. sydeuropæiske banker). En række enkeltaktier har også skuffet. Det gælder således den schweiziske pumpeproducent Sulzer og den tyske producent af vakuumpumper Pfeiffer Vacuum.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060046019
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	39,7%
Forbrugsgoder	18,8%
Konsumentvarer	12,3%
Energi	9,5%
Sundhedspleje	7,4%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	15,71
Tracking error	5,26
Information Ratio	-0,13
Jensen Alpha	-0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	1,17
Standardafvigelse (benchm.)	14,66
Active share	98,14

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPA SMALL CAP

Omvendt har afdelingens performance været positivt påvirket af en række aktier, som steg betydeligt mere end markedet. Det drejer sig især om den engelsk amerikanske kæde af smykkeforretninger Signet, som var vores klart bedste aktie, samt den finske kapitalgodeproducent Metso og den tyske optiker-kæde Fielmann.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten 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.

Afdelingens klart største overvægt er inden for industri-sektoren, hvor selskabernes overordnede vækst i høj grad afhænger af den globale økonomis udvikling. Afdelingens største undervægt er inden for finans, hvor vi har svært ved at finde interessante investeringer. En stærk udvikling inden for denne sektor vil også ramme afdelingens relative afkast negativt. Afdelingen fokuserer på small cap-aktier, og det vil således påvirke afdelingens afkast i forhold til large cap-aktier negativt, hvis large cap-aktier i 2014 skulle klare sig markant bedre end small cap.

### 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 fokus er på selskaber med en stærk markedsposition inden for deres respektive forretningsområde på tværs af sektorer. Afdelingen investerer i solide selskaber med en fleksibel forretningsmodel, der kan operere i forskellige økonomiske miljøer og evner at generere gode pengestrømme.

Den strategi gav en vis modvind i 2013 og i starten af 2014, men set over en længere periode, mener vi stadig, at høj kvalitetsaktierne vil klare sig bedre end dem af lavere kvalitet.

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.

## EUROPA SMALL CAP

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	48.461	42.396
Kursgevinster og tab	59.835	102.223
Administrationsomkostninger	-25.069	-17.889
Resultat før skat	83.228	126.730
Rente- og udbytteskat	-4.520	-4.062
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>78.708</b>	<b>122.668</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	63.421	75.178
Kapitalandele 1]	3.158.858	3.018.011
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.069	0
Andre aktiver	8.175	7.075
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.235.524</b>	<b>3.100.265</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.230.800	3.089.203
Mellemværende vedr. handelsafvikling	404	0
Anden gæld	4.320	11.062
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.235.524</b>	<b>3.100.265</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	97,6
Øvrige finansielle instrumenter	2,0	2,4
<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	3.089.203	2.007.028
Udlønding fra sidste år	0	-10.856
Emissioner i perioden	92.137	256.777
Indløsninger i perioden	-29.706	-4.191
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	459	1.004
Periodens resultat	78.708	122.668
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.230.800</b>	<b>2.372.429</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.230.800	2.372.429
Antal andele	13.168.011	11.502.831
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	245,35	206,25
Afkast i DKK (pct)*]	2,57	5,88
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,14	7,92
Administrationsomk. (pct)*]	0,79	0,79
ÅOP	1,94	1,96

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

## EUROPA VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE

Investerer bredt i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller euro.

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 har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke 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 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 2,76 pct., mens benchmark steg 4,69 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.

Afdelingens benchmark steg 1,39 procentpoint mindre end det benchmark, der ikke er valutasikret. Valutasikringen havde dermed en negativ effekt på afkastet

### Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 4,69 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

Afdelingens afkast var 1,93 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldes bl.a., at de selskaber, afdelingen har haft fokus på, ofte er kendetegnet ved at være globalt eksponerede markedsledere inden for deres industri, mens mange af de selskaber, der steg mest gennem året, var de selskaber, der får mest ud af en forbedring i økonomien i Europa, herunder sydeuropæiske banker og forsyningselskaber, som afdelingen ikke har investeret i.

Omvendt har afdelingens relative afkast været positivt påvirket af en række aktier, som steg betydeligt mere end markedet. Det drejer sig især om det irske medicinalsselskab Shire, det franske telekomselskab Iliad, det engelske industriselskab Weir Group, danske Novo Nordisk og det tyske ingrediensselskab Symrise.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016290265
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	22,5%
Sundhedspleje	16,8%
Materialer	11,0%
Industri	10,5%
Forbrugsgoder	10,1%
Øvrige inkl. likvide	29,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,84
Standardafvigelse	13,16
Tracking error	3,00
Information Ratio	0,14
Jensen Alpha	0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,81
Standardafvigelse (benchm.)	13,14
Active share	75,18

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## EUROPA VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten 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 største overvægt er aktier med en global robust forretningsmodel samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsniveauet. Vi er undervægtet i selskaber på tværs af sektorer, som er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Forudsat vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil en markant forskel i afkastudviklingen mellem europæiske eksponerede selskaber og globalt eksponerede selskaber kunne have særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

### 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.

Afdelingens største overvægt er aktier i sektorerne sundhed og informationsteknologi, 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 indtjeningsniveauet. 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 indenfor forsyning og telekommunikation, hvor vi vurderer at risiko afkast 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.

## EUROPA VALUTASIKRET - AKKUMULERENDE

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	11.578	9.000
Kursgevinster og tab	5.776	20.408
Administrationsomkostninger	-3.538	-2.868
Resultat før skat	13.816	26.539
Rente- og udbytteskat	-307	-1.078
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>13.509</b>	<b>25.462</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	10.964	9.944
Kapitalandele 1]	490.251	519.860
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.152	0
Afledte finansielle instrumenter	757	204
Andre aktiver	2.921	3.038
<b>Aktiver i alt</b>	<b>510.045</b>	<b>533.046</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	506.424	529.524
Afledte finansielle instrumenter	1.915	1.839
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.112	0
Anden gæld	594	1.683
<b>Passiver i alt</b>	<b>510.045</b>	<b>533.046</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,0	1,6
<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	529.524	491.611
Emissioner i perioden	14.723	49.502
Indløsninger i perioden	-51.508	-183.066
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	176	722
Periodens resultat	13.509	25.462
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>506.424</b>	<b>384.230</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	506.424	384.230
Antal andele	2.870.113	2.464.635
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	176,45	155,90
Afkast i DKK [pct]*]	2,76	5,96
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	4,69	5,78
Administrationsomk. [pct]*]	0,70	0,70
ÅOP	1,69	1,77

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

## EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Investorerer i obligationer udstedt i euro eller anden europæisk valuta. Der kan endvidere investeres op til 25 pct. af formuen i investment grade-obligationer denomineret i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 bredt i forskellige typer europæiske obligationer. Endvidere kan op til 25 pct. af formuen investeres i obligationer med høj kreditkvalitet udstedt i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den europæiske rente. Mindst 85 pct. af afdelingens formue skal være enten udstedt i euro eller valutaafdækket til euro eller DKK, og udsving i valutakurserne påvirker derfor kun i begrænset omfang afdelingens afkast. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici, 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 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 5,69 pct., mens benchmark steg med 5,97 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventninger ved årsskiftet

gav virksomhedsobligationer i første halvår et højere afkast end højt ratede europæiske statsobligationer. Statsobligationer fra periferilandene gav derimod et højere afkast end virksomhedsobligationer i perioden.

### Markedet

Mod vores forventning faldt renterne i første halvår på trods af, at den europæiske vækst var tiltagende. Opsvinget er fortsat skrøbeligt, og i juni lempede ECB pengepolitikken for at stimulere væksten, og det gav anledning til faldende lange renter. Rentefaldene var størst i Sydeuropa. Set over hele perioden faldt den 10-årige statsrente med 0,68 procentpoint i Tyskland, mens den faldt med 1,49 procentpoint i Spanien og 1,28 procentpoint i Italien. Kreditspændene på virksomhedsobligationer, der dækker over renteforskellen til tilsvarende sikre statsobligationer, blev indsnævret med 0,14 procentpoint i perioden målt i forhold underliggende statsrenter.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,28 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Papirvalget leverede et positivt bidrag til det relative afkast. Det skyldes investeringerne inden for statsobligationer, hvor afdelingens investeringer i spanske statsobligationer trak det relative afkast op.

Derimod blev det relative afkast trukket ned af, at afdelingen havde en lavere rentefølsomhed end benchmarket og derfor ikke nød godt af de faldende renter.

Sektorallokeringen gav et negativt bidrag til det relative afkast som følge af en overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, der som følge af periferilandenes stærke performance set under ét klarede sig bedre end virksomhedsobligationerne.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Den største risiko for afdelingen er en større stigning i statsrenterne, som ikke bare vil ramme afkastet på statsobligationer, men også vil få en direkte afsmittende effekt på både realkredit- og virksomhedsobligationer. Til trods for at Europa

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1999
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Capital Euro Aggregate 500 MM Index
Fondskode: DK0016014079
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	7,0%
1-3 år	19,8%
3-5 år	26,7%
5-10 år	45,2%
Over 10 år	0,9%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,81
Standardafvigelse	3,76
Tracking error	1,53
Information Ratio	1,19
Jensen Alpha	0,19
Sharpe Ratio (benchm.)	1,38
Standardafvigelse (benchm.)	3,59

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014



## EUROPÆISKE OBLIGATIONER

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.

Selvom krisen i Europa er trådt i baggrunden, er den politiske situation i Sydeuropa fortsat ikke stabil. Der er derfor en risiko for, at euro-krisen kan blusse op igen med stigende risikopræmier på bl.a. virksomhedsobligationer og periferilandenenes statsobligationer til følge.

Da afdelingen har en relativt stor overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, vil en større stigning i investorernes risikoaversion alt andet lige ramme afdelingen ekstra hårdt.

### Forventning til markedet samt strategi

Den globale vækst tiltog i halvåret, og i Europa var der også svag fremgang, selvom opsvinget fortsat er skrøbeligt her. Vi forventer, at ECB vil fortsætte den lempelige pengepolitik for at stimulere væksten.

Virksomhedernes fundamentale forhold er fortsat gode set ud fra et kreditmæssigt synspunkt. I lyset af den svage økonomiske vækst forventer vi, at virksomhederne vil fastholde en forsigtig strategi ved at opretholde en høj likviditetsreserve og holde igen med investeringer og udbetalinger til aktionærerne.

Vi forventer, at ECB vil holde pengemarkedsrenterne lave for at stimulere væksten i en længere periode og forventer, at den højere rente på virksomhedsobligationer og på sydeuropæiske statsobligationer fortsat vil tiltrække investorerne i den kommende periode.

Vi forventer derfor, at virksomhedsobligationer og statsobligationer fra periferilandene i andet halvår af 2014 vil give et højere afkast end statsobligationer fra de europæiske kernelande.

Alt i alt vurderer vi, at der er basis for et positivt, omend relativt beskedent afkast i det europæiske obligationsmarked i den resterende del af året.

På den baggrund fastholder vi afdelingens overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer samt bibeholder en lidt mindre rentefølsomhed i afdelingen sammenholdt med 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.

## EUROPÆISKE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	3.340	3.083
Kursgevinster og tab	7.882	-2.301
Administrationsomkostninger	-686	-645
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>10.535</b>	<b>137</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	732	9.210
Obligationer 1]	185.926	175.334
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.676	0
Afledte finansielle instrumenter	191	27
Andre aktiver	2.449	3.698
<b>Aktiver i alt</b>	<b>190.974</b>	<b>188.269</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	190.223	187.656
Afledte finansielle instrumenter	51	327
Mellemværende vedr. handelsafvikling	589	0
Anden gæld	111	286
<b>Passiver i alt</b>	<b>190.974</b>	<b>188.269</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	95,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,5	4,8
<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	187.656	150.706
Udløning fra sidste år	-5.613	-8.652
Emissioner i perioden	10.456	48.352
Indløsninger i perioden	-12.863	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	52	142
Periodens resultat	10.535	137
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>190.223</b>	<b>190.685</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	190.223	190.685
Antal andele	1.689.849	1.775.861
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,57	107,38
Afkast i DKK [pct]*]	5,69	0,20
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	5,97	0,09
Administrationsomk. [pct]*]	0,36	0,36
ÅOP	0,92	0,96

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

## FJERNØSTEN

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktiviteter i Fjernøsten ekskl. Japan. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 aktier, der handles på markedspladser i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder emerging markets, 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 9,49 pct., mens benchmark steg 7,05 pct. Afdelingens afkast var således meget 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

De asiatiske aktiemarkeder udviklede sig positivt i perioden, hvor de større centralbanker fortsatte deres lempelige pengepolitik. I Indien og Indonesien fandt markederne støtte i forhåbningen om, at politiske forandringer ville genskabe væksten. Således nåede det indiske marked nye højder, efter at oppositionspartiet Bharatiya Janata Party (BJP) blev parlamentsvalgets store sejrherre. Thailand oplevede også et positivt marked, efter at militæret tog magten ved et kup og skabte en vis orden efter måneder med politisk uro, der førte til, at premierminister Yingluck blev afsat. Markederne i Kina og Hongkong klarede sig mindre godt, bl.a. som følge af usikkerhed om vækstafmatning og risikoen for misligholdelser af visse lån.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Afdelingens afkast var 2,44 procentpoint højere end stigningen i afdelingens benchmark.

Generelt skabte Indien og Kina de store bidrag til det relative resultat. Overvægten af Indien gav et positivt bidrag. Markedet steg på oppositionspartiet BJP's overbevisende valgsejr og forhåbninger om, at den nye regering vil indføre hårdt tiltrængte reformer for at skabe fornyet investeringslyst. Således genvandt vores cementaktier, Grasim Industries og Ultra Tech, det tabte terræn fra 2013 på forhåbninger om

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 1997
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI AC Asia Ex Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015966758
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### LANDEFORDELING

Hong Kong	26,1%
Singapore	21,8%
Indien	13,3%
Storbritannien	7,3%
Syd Korea	6,4%
Øvrige inkl. likvide	25,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	13,32
Tracking error	4,90
Information Ratio	0,42
Jensen Alpha	0,31
Sharpe Ratio (benchm.)	0,72
Standardafvigelse (benchm.)	14,30
Active share	83,73

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## FJERNØSTEN

øgede investeringer i infrastruktur og fremgang i den økonomiske vækst. Samtidig fandt vores finansaktier HDFC og ICICI Bank yderligere styrke i udsigten til øget udlånsvækst. Afdelingens undervægt af Kina gav et positivt bidrag på to fronter: den kinesiske valuta blev svækket, og opbremsningen i økonomien påvirkede markedsstemningen. Aktievalget i Hongkong gav også et positivt bidrag. Aktiekursen på ASM Pacific Technology steg efter nedgangen i 2013, da investorerne belønnede resultatet for første kvartal, og da forventningerne om en forbedring i andet kvartal gav løfter om, at indtjeningen er på vej frem.

Resultatet blev til gengæld trukket ned af afdelingens position i Standard Chartered. Selskabets aktiekurs faldt, da indtjeningen blev ramt af vanskelige markedsforhold, og fordi uventet afgang på direktiongangen påvirkede investorenes tillid. Vi har dog fortsat tillid til, at banken står godt rustet til at nyde godt af den langsigtede vækst på de fjernøstlige markeder.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De globale vækstudsigter samt centralbankernes politik vil være centrale temaer i et godt stykke tid endnu. I de vestlige økonomier og i Japan er truslen om deflation fortsat aktuel, og myndighederne vil formentlig fastholde deres lempelige politik. Der er fortsat risici i Kinas ejendomssektor, og det kan ikke udelukkes, at der kan ske flere misligholdelser af lån. Afdelingen har dog en meget begrænset direkte eksponering mod den kinesiske ejendoms- og banksektor. I stedet foretrækker vi selskaber i Hongkong med diversificerede og regionale aktiviteter, og med den yderligere fordel, at disse selskaber har højere regnskabsstandarder og bedre gennemsigtighed. Territoriale stridigheder mellem Kina og dets nabolande kan også skabe usikkerhed om udviklingen i regionen, men der er fortsat et godt langsigtet potentiale. På sektorniveau vil en uventet stigning i renten have en blandet påvirkning i lyset af afdelingens store eksponering mod den finansielle sektor. En stigning 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 fjernøstlige aktiemarkeder i resten af 2014. En for tidlig stramning af pengepolitikken, særligt fra den amerikanske centralbanks side, vil give anledning til usikkerhed i de finansielle markeder, hvilket også vil være tilfældet, hvis væksten i Kina skulle aftage hurtigere end forventet. På trods af usikkerheden er vi fortsat optimistiske med hensyn til udsigterne for Fjernøsten, og vi tror, at der fortsat vil være værdi på længere sigt.

Afdelingens strategi er stadig 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 kvalitetsselskaber med attraktive værdiansættelser. Afdelingens eksponering mod den finansielle sektor, som repræsentant for 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.

# FJERNØSTEN

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	12.458	20.683
Kursgevinster og tab	56.754	-24.735
Administrationsomkostninger	-6.708	-11.566
Resultat før skat	62.504	-15.618
Rente- og udbytteskat	-623	-522
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>61.881</b>	<b>-16.140</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	5.182	11.100
Kapitalandele 1]	655.191	1.110.605
Mellemværende vedr. handelsafvikling	540	0
Andre aktiver	1.681	743
<b>Aktiver i alt</b>	<b>662.594</b>	<b>1.122.449</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	659.401	1.114.770
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.823	3.256
Anden gæld	1.370	4.423
<b>Passiver i alt</b>	<b>662.594</b>	<b>1.122.449</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	99,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,8	1,0
<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	1.114.770	1.491.906
Udløning fra sidste år	-102.752	-331.051
Emissioner i perioden	2.535	149.149
Indløsninger i perioden	-418.860	-36.758
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.828	499
Periodens resultat	61.881	-16.140
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>659.401</b>	<b>1.257.606</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	659.401	1.257.606
Antal andele	5.240.995	9.107.598
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	125,82	138,08
Afkast i DKK (pct)*]	9,49	-1,34
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	7,05	-4,41
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.

## FJERNØSTEN INDEKS

Investorerer indeksbaseret i aktier på aktiemærkerne i Asien uden for Japan. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder emerging markets, 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 6,39 pct., mens benchmark steg 7,05 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

### Markedet

De asiatiske aktiemarkeder udviklede sig positivt i perioden, hvor de større centralbanker fortsatte deres lempelige

pengepolitik. I Indien og Indonesien fandt markederne støtte i forhåbningen om, at politiske forandringer ville genskabe væksten. Således nåede det indiske marked nye højder, efter at oppositionspartiet Bharatiya Janata Party (BJP) blev parlamentsvalgets store sejrherre. Thailand oplevede også et positivt marked, efter at militæret tog magten ved et kup og skabte en vis orden efter måneder med politisk uro, der førte til, at premierminister Yingluck blev afsat. Markederne i Kina og Hongkong klarede sig mindre godt, bl.a. som følge af usikkerhed om vækstafmatning og risikoen for misligholdelser af visse lån.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De globale vækstudsigter samt centralbankernes politik vil være centrale temaer i et godt stykke tid endnu. I de vestlige økonomier og i Japan er truslen om deflation fortsat aktuel, og myndighederne vil formentlig fastholde deres lempelige politik. Der er fortsat risici i Kinas ejendomssektor, og det kan ikke udelukkes, at der kan ske flere misligholdelser af lån. Territoriale stridigheder mellem Kina og dets nabolande kan også skabe usikkerhed om udviklingen i regionen. På sektorniveau vil en uventet stigning i renten have en blandet påvirkning i lyset af afdelingens store eksponering mod den finansielle sektor.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på de fjernøstlige aktiemarkeder i resten af 2014. En for tidlig stramning af pengepolitikken, særligt fra den amerikanske centralbanks side, vil give anledning til usikkerhed i de finansielle markeder, hvilket også vil være tilfældet, hvis væksten i Kina skulle aftage hurtigere end forventet. På trods af usikkerheden er vi fortsat optimistiske med hensyn til udsigterne for Fjernøsten, og vi tror, at der fortsat vil være værdi på længere sigt.

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

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 1994
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI AC Asia ex Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010207141
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Syd Korea	19,7%
Hong Kong	18,0%
Kina	17,3%
Taiwan	15,5%
Indien	9,1%
Øvrige inkl. likvide	20,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,66
Standardafvigelse	14,13
Tracking error	0,76
Information Ratio	-1,17
Jensen Alpha	-0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	0,72
Standardafvigelse (benchm.)	14,30
Active share	49,59

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

# FJERNØSTEN INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.728	2.131
Kursgevinster og tab	5.377	-8.574
Administrationsomkostninger	-347	-448
Resultat før skat	6.758	-6.891
Rente- og udbytteskat	-133	-184
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>6.624</b>	<b>-7.075</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	2.240	684
Obligationer 1]	0	52
Kapitalandele 1]	113.484	123.224
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2
Andre aktiver	453	51
<b>Aktiver i alt</b>	<b>116.178</b>	<b>124.012</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	116.121	123.719
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	129
Anden gæld	57	163
<b>Passiver i alt</b>	<b>116.178</b>	<b>124.012</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,9	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	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	123.719	151.190
Udlønding fra sidste år	-5.952	-4.460
Emissioner i perioden	1.441	7.528
Indløsninger i perioden	-9.761	-16.002
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	49	130
Periodens resultat	6.624	-7.075
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>116.121</b>	<b>131.311</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	116.121	131.311
Antal andele	1.010.515	1.187.660
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,91	110,56
Afkast i DKK [pct]*]	6,39	-4,93
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	7,05	-4,41
Administrationsomk. [pct]*]	0,30	0,31
ÅOP	0,91	0,99

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

## FONDE

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 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 2,77 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. Na-

tionalbanken valgte dog i april at hæve indskudsbevisrenten med 0,15 pct. for at styrke den danske krone og fulgte ikke efterfølgende Den Europæiske Centralbank, 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 0,30 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 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.

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.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1998
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0015989610
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	53,3%
1-3 år	16,7%
3-5 år	26,9%
5-10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	2,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,26
Standardafvigelse	1,39



## FONDE



### 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.

## FONDE

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	38.670	49.019
Kursgevinster og tab	39.704	-22.328
Administrationsomkostninger	-7.148	-8.546
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>71.226</b>	<b>18.145</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	519	15.799
Obligationer 1]	2.539.134	2.626.316
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	3.614
Andre aktiver	20.816	20.864
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.560.470</b>	<b>2.666.593</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.508.217	2.663.217
Mellemværende vedr. handelsafvikling	51.113	0
Anden gæld	1.139	3.375
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.560.470</b>	<b>2.666.593</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,0	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	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	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	2.663.217	3.201.041
Udlønding fra sidste år	-37.953	-48.018
Emissioner i perioden	12.528	58.271
Indløsninger i perioden	-201.013	-268.771
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	211	600
Periodens resultat	71.226	18.145
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.508.217</b>	<b>2.961.268</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.508.217	2.961.268
Antal andele	26.330.676	31.434.798
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,26	94,20
Afkast i DKK (pct)*]	2,77	0,57
Acontoudlodning	1,10	1,20
Administrationsomk. (pct)*]	0,27	0,28
ÅOP	0,72	0,75

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

## GLOBAL INDEKS

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. 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, 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 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 6,72 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 gennemsnittet, mens japanske aktier holdede 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 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

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 2000
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010263052
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	53,5%
Japan	8,1%
Storbritannien	7,6%
Schweiz	4,3%
Canada	4,2%
Øvrige inkl. likvide	22,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,26
Standardafvigelse	10,35
Tracking error	0,42
Information Ratio	-1,71
Jensen Alpha	-0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	1,34
Standardafvigelse (benchm.)	10,28
Active share	11,34

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBAL INDEKS



### 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.

# GLOBAL INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	30.779	24.083
Kursgevinster og tab	86.903	104.317
Administrationsomkostninger	-4.964	-4.038
Resultat før skat	112.718	124.363
Rente- og udbytteskat	-1.968	-2.418
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>110.750</b>	<b>121.945</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	4.160	3.127
Kapitalandele 1]	1.815.718	1.591.433
Mellemværende vedr. handelsafvikling	882	8.547
Andre aktiver	5.626	4.137
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.826.387</b>	<b>1.607.243</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.824.617	1.604.155
Mellemværende vedr. handelsafvikling	865	1.037
Anden gæld	904	2.051
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.826.387</b>	<b>1.607.243</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	1.604.155	1.264.580
Udlønding fra sidste år	0	-26.963
Emissioner i perioden	226.162	165.920
Indløsninger i perioden	-117.264	-133.681
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	815	843
Periodens resultat	110.750	121.945
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.824.617</b>	<b>1.392.643</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.824.617	1.392.643
Antal andele	21.072.631	18.881.943
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	86,59	73,76
Afkast i DKK (pct)*]	6,72	9,91
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	9,94
Administrationsomk. (pct)*]	0,31	0,30
ÅOP	0,84	0,85

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

## GLOBAL INDEKS 2

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. 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, 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 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 6,59 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 haltedede 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 0,20 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 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 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

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1984
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266584
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	54,3%
Japan	8,3%
Storbritannien	7,7%
Schweiz	4,4%
Canada	4,1%
Øvrige inkl. likvide	21,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,41
Standardafvigelse	9,56
Tracking error	0,34
Information Ratio	-0,98
Jensen Alpha	-0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	1,44
Standardafvigelse (benchm.)	9,58
Active share	25,63

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBAL INDEKS 2

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	7.951	7.302
Kursgevinster og tab	19.765	33.417
Administrationsomkostninger	-1.260	-1.254
Resultat før skat	26.456	39.466
Rente- og udbytteskat	-456	-719
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>26.000</b>	<b>38.746</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	842	1.874
Kapitalandele 1]	417.235	417.420
Mellemværende vedr. handelsafvikling	888	0
Andre aktiver	1.546	1.137
<b>Aktiver i alt</b>	<b>420.510</b>	<b>420.431</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	420.292	418.258
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.645
Anden gæld	218	528
<b>Passiver i alt</b>	<b>420.510</b>	<b>420.431</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	99,6
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,4
<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	418.258	403.541
Udlønding fra sidste år	-972	-8.339
Emissioner i perioden	3.075	1.606
Indløsninger i perioden	-26.131	-33.945
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	62	89
Periodens resultat	26.000	38.746
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>420.292</b>	<b>401.698</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	420.292	401.698
Antal andele	4.812.626	5.391.456
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	87,33	74,51
Afkast i DKK (pct)*]	6,59	9,82
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	9,94
Administrationsomk. (pct)*]	0,31	0,30
ÅOP	0,84	0,86

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

## GLOBAL INDEKS VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE KL

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner eller euro.

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 i forhold til globale aktier. Afdelingen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet 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 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen leverede i første halvår 2014 et afkast på 5,42 pct., mens benchmark steg 5,20 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.

Afdelingens benchmark steg 1,59 procent mindre end benchmark, der ikke er valutasikret. Valutasikringen havde dermed en negativ effekt på afkastet.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav inklusive valutasikring et afkast på 5,2 pct. i første halvår 2014. 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 0,22 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 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

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2003
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI World incl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016248222
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	53,4%
Japan	8,0%
Storbritannien	7,4%
Schweiz	4,4%
Canada	4,2%
Øvrige inkl. likvide	22,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,98
Standardafvigelse	12,11
Tracking error	0,97
Information Ratio	-0,18
Jensen Alpha	0,03
Sharpe Ratio (benchm.)	0,97
Standardafvigelse (benchm.)	12,47
Active share	31,95

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014



## GLOBAL INDEKS VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE KL



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.

## GLOBAL INDEKS VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.262	805
Kursgevinster og tab	2.445	4.379
Administrationsomkostninger	-220	-149
Resultat før skat	3.487	5.035
Rente- og udbytteskat	103	-81
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>3.591</b>	<b>4.955</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	773	690
Kapitalandele 1]	67.447	57.865
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.912
Afledte finansielle instrumenter	332	222
Andre aktiver	510	439
<b>Aktiver i alt</b>	<b>69.061</b>	<b>62.128</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	68.831	61.873
Afledte finansielle instrumenter	121	75
Anden gæld	109	181
<b>Passiver i alt</b>	<b>69.061</b>	<b>62.128</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	98,6
Øvrige finansielle instrumenter	1,4	1,4
<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	61.873	42.979
Emissioner i perioden	3.359	951
Indløsninger i perioden	0	-757
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9	5
Periodens resultat	3.591	4.955
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>68.831</b>	<b>48.133</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	68.831	48.133
Antal andele	363.023	308.806
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	189,61	155,87
Afkast i DKK (pct)*]	5,42	11,63
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,20	11,23
Administrationsomk. (pct)*]	0,34	0,32
ÅOP	0,87	0,92

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

## GLOBAL PLUS

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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, 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 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 5,76 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 1,03 procentpoint lavere end stigningen 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 investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har under-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2000
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010270503
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	36,4%
Storbritannien	18,4%
Schweiz	10,9%
Japan	9,8%
Tyskland	8,6%
Øvrige inkl. likvide	15,9%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,34
Standardafvigelse	10,11
Tracking error	2,98
Information Ratio	0,01
Jensen Alpha	0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	1,37
Standardafvigelse (benchm.)	9,85
Active share	97,66

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBAL PLUS

støttet 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.

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 obligationsmarkedene 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 PLUS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.037	1.104
Kursgevinster og tab	3.552	4.525
Administrationsomkostninger	-564	-595
Resultat før skat	4.025	5.034
Rente- og udbytteskat	-76	-106
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>3.949</b>	<b>4.928</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	2.239	1.377
Kapitalandele 1]	70.249	70.340
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.079	0
Andre aktiver	336	273
<b>Aktiver i alt</b>	<b>79.902</b>	<b>71.991</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	79.718	71.715
Anden gæld	184	276
<b>Passiver i alt</b>	<b>79.902</b>	<b>71.991</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	98,1
Øvrige finansielle instrumenter	3,1	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	71.715	70.536
Emissioner i perioden	8.741	3.586
Indløsninger i perioden	-4.726	-6.336
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	40	28
Periodens resultat	3.949	4.928
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>79.718</b>	<b>72.742</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	79.718	72.742
Antal andele	6.296.865	6.541.900
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	12,66	11,12
Afkast i DKK (pct)*]	5,76	7,37
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	7,53
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,82
ÅOP	1,94	1,93

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

## GLOBAL STOCKPICKING

Investorerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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 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 risikoindekatoren 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 5,67 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 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 1,12 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 investorerens 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 infla-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2000
Risikoindeksator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010264530
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	35,7%
Storbritannien	18,1%
Schweiz	10,7%
Japan	9,6%
Tyskland	8,5%
Øvrige inkl. likvide	17,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,26
Standardafvigelse	9,49
Tracking error	3,35
Information Ratio	-0,27
Jensen Alpha	0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	1,33
Standardafvigelse (benchm.)	9,73
Active share	93,37

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBAL STOCKPICKING

tion 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.

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 strateg

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 STOCKPICKING

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	32.300	22.375
Kursgevinster og tab	108.521	99.226
Administrationsomkostninger	-17.622	-12.193
Resultat før skat	123.200	109.408
Rente- og udbytteskat	-2.412	-2.481
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>120.788</b>	<b>106.927</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	118.176	108.870
Kapitalandele 1]	2.272.592	2.049.795
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	6.477
Andre aktiver	6.559	5.426
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.397.327</b>	<b>2.170.568</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.394.187	2.162.751
Anden gæld	3.140	7.818
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.397.327</b>	<b>2.170.568</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,1	95,0
Øvrige finansielle instrumenter	4,9	5,0
<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	2.162.751	1.562.841
Udlønding fra sidste år	0	-42.515
Emissioner i perioden	280.404	364.688
Indløsninger i perioden	-171.055	-268.314
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.300	1.749
Periodens resultat	120.788	106.927
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.394.187</b>	<b>1.725.376</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.394.187	1.725.376
Antal andele	28.792.918	23.555.555
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	83,15	73,25
Afkast i DKK [pct]*]	5,67	7,51
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,79	7,53
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,80
ÅOP	1,92	1,87

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



## GLOBAL STOCKPICKING 2

Investorerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 risikoindekatoren 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 5,78 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 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 1,01 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 investorernes forventninger. En anden væsentlig risikofaktor er udviklingen i de lange renter, hvis faldende tendens hidtil i år har under-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1986
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010253095
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	36,8%
Storbritannien	18,6%
Schweiz	11,0%
Japan	9,9%
Tyskland	8,7%
Øvrige inkl. likvide	15,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,31
Standardafvigelse	9,71
Tracking error	3,00
Information Ratio	-0,15
Jensen Alpha	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	1,35
Standardafvigelse (benchm.)	9,78
Active share	93,30

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBAL STOCKPICKING 2

støttet 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.

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 obligationsmarkedene 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 STOCKPICKING 2

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	11.498	12.752
Kursgevinster og tab	38.999	55.256
Administrationsomkostninger	-6.183	-6.679
Resultat før skat	44.314	61.328
Rente- og udbytteskat	-941	-1.241
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>43.374</b>	<b>60.087</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	17.735	34.521
Kapitalandele 1]	763.876	765.288
Andre aktiver	3.620	2.945
<b>Aktiver i alt</b>	<b>785.231</b>	<b>802.754</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	782.471	798.600
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.700	1.154
Anden gæld	1.060	3.000
<b>Passiver i alt</b>	<b>785.231</b>	<b>802.754</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	95,7
Øvrige finansielle instrumenter	2,3	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	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	798.600	827.432
Udlønding fra sidste år	0	-15.116
Emissioner i perioden	0	2.646
Indløsninger i perioden	-59.649	-79.517
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	148	213
Periodens resultat	43.374	60.087
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>782.471</b>	<b>795.745</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	782.471	795.745
Antal andele	6.308.260	7.306.243
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,04	108,91
Afkast i DKK [pct]*]	5,78	7,32
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	6,79	7,53
Administrationsomk. [pct]*]	0,79	0,80
ÅOP	1,94	1,91

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

## GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global StockPicking, klasse NOK
- Global Stockpicking, osuuslaji EUR
- Global Stockpicking – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 141.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 142-150.

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

# GLOBAL STOCKPICKING - AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	45.614	43.215
Kursgevinster og tab	156.015	194.538
Administrationsomkostninger	-24.563	-23.285
Resultat før skat	177.066	214.468
Rente- og udbytteskat	-4.017	-4.201
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>173.050</b>	<b>210.268</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	102.454	159.713
Kapitalandele 1]	3.018.671	2.943.647
Mellemværende vedr. handelsafvikling	13.889	0
Andre aktiver	10.667	7.913
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.145.680</b>	<b>3.111.273</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.140.074	3.091.835
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.409	7.973
Anden gæld	4.197	11.465
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.145.680</b>	<b>3.111.273</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,7	94,9
Øvrige finansielle instrumenter	3,3	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	3.091.835	3.063.704
Emissioner i perioden	140.339	205.594
Indløsninger i perioden	-266.187	-688.380
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.037	2.233
Periodens resultat	173.050	210.268
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.140.074</b>	<b>2.793.419</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.140.074	2.793.419

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

## GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

### Global StockPicking, Klasse NOK, 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, 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 andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen leverede et afkast på 2,23 pct. målt i NOK siden dens start den 13. juni 2014, mens benchmark steg 3,43 pct. målt i NOK over den samme periode. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

#### Markedet

I slutningen af halvåret steg markederne understøttet af positive økonomiske nøgletal og nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,20 procentpoint lavere end stigningen på det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til det relative afkast siden andelsklassens start. Andelsklassens forholdsvis store investeringer inden for sektorerne sundhed og forbrugsgoder, som steg mere end markedet, bidrog positivt.

Aktieudvælgelsen bidrog samlet set negativt til andelsklassens relative afkast siden dens start. Det var især investeringerne i de engelske banker Standard Chartered og Barclays samt det norske olieserviceselskab Aker Solutions, der bidrog negativt.

Omvendt bidrog især investeringerne i det amerikanske olieserviceselskab Baker Hughes, det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth og det engelske medieselskab Pearson positivt til det relative afkast siden start.

#### 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.

Andelsklassen 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 for fi-

#### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World Net Total Return measured in NOK
Fondskode: DK0060564235
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

USA	36,4%
Storbritannien	18,4%
Schweiz	10,9%
Japan	9,8%
Tyskland	8,6%
Øvrige inkl. likvide	15,9%

## GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

nanssektoren og energisektoren. Afkastet på aktier indenfor 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 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 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 forsyningsselskaber.

Andelsklassen 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.

Andelsklassen 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 STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

Global StockPicking, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### GLOBAL STOCKPICKING, KLASSE NOK

KLASSENS RESULTATPOSTER	13.6.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	-437
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-20
<b>Klassens resultat</b>	<b>-457</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	13.6.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	30.293
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	50
Periodens resultat	-457
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>29.885</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	29.885
Antal andele	329.449
Stk. størrelse NOK	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	102,23
Afkast i NOK (pct)*]	2,23
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	3,43
Administrationsomk. (pct)*]	0,85

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



## GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

Global StockPicking, osuuslaji EUR, 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 afdelingen 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 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 5,77 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 6,86 pct. målt i EUR. Andelsklassens 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 andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,09 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 aktiemarkederne er fortsat, om indtjeningsvæksten kan leve op til investorernes

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World index inkl. nettoudbytter målt i EUR
Fondskode: DK0060485449
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	36,4%
Storbritannien	18,4%
Schweiz	10,9%
Japan	9,8%
Tyskland	8,6%
Øvrige inkl. likvide	15,9%

## GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

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.

Andelsklassen 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.

Andelsklassen 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 forsyningsselskaber.

Andelsklassen 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.

Andelsklassen 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 STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

Global StockPicking, osuuslaji EUR, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### GLOBAL STOCKPICKING, OSUUSLAJI EUR

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.920	1.692
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-250	-130
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.670</b>	<b>1.562</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	29.318	22.217
Emissioner i perioden	989	6.314
Indløsninger i perioden	-555	-472
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5	-1
Periodens resultat	1.670	1.562
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>31.426</b>	<b>29.620</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	31.426	29.620
Antal andele	352.246	377.022
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	11,97	10,53
Afkast i EUR (pct)*]	5,77	7,12
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	6,86	7,57
Administrationsomk. (pct)*]	0,84	0,88

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

## GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

### Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK, 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 afdelingen 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 5 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen leverede i første halvår 2014 et afkast på 5,75 pct., mens benchmark steg 6,79 pct. Andelsklassens 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 andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,04 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 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

#### ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2002
Risikoindeksator (1-7): 5
Benchmark: MCSI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016208788
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### LANDEFORDELING

USA	36,4%
Storbritannien	18,4%
Schweiz	10,9%
Japan	9,8%
Tyskland	8,6%
Øvrige inkl. likvide	15,9%

#### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,31
Standardafvigelse	9,60
Tracking error	3,06
Information Ratio	-0,19
Jensen Alpha	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	1,35
Standardafvigelse (benchm.)	9,78
Active share	93,39

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

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

Andelsklassen 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.

Andelsklassen 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 forsyningsselskaber.

Andelsklassen 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.

Andelsklassen 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 STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	195.856	221.505
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-24.019	-12.799
<b>Klassens resultat</b>	<b>171.837</b>	<b>208.706</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	3.062.517	3.041.487
Emissioner i perioden	109.057	199.280
Indløsninger i perioden	-265.631	-687.908
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	982	2.234
Periodens resultat	171.837	208.706
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.078.762</b>	<b>2.763.799</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.078.762	2.763.799
Antal andele	21.804.830	22.265.316
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	141,20	124,13
Afkast i DKK (pct)*]	5,75	7,18
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	7,53
Administrationsomk. (pct)*]	0,79	0,80
ÅOP	1,90	1,87

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

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 udenlandske high yield-virksomhedsobligationer dvs. obligationer med lav kreditkvalitet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 4,29 pct., mens benchmark steg med 5,05 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav kreditobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

High yield-markedet leverede positive afkast i samtlige måneder i første halvår 2014. Den positive udvikling skyldtes både rentefald på statsobligationer med høj kreditkvalitet og indsnævrede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

Statsobligationsrenterne faldt på den europæiske centralbanks (ECB) udtalelse om, at den ledende rente ville forblive lav over længere tid, og at ECB om nødvendigt ville tage yderligere skridt for at undgå deflation samt på den svage økonomiske aktivitet i USA i første kvartal forårsaget af det ekstremt kolde vejr, der dermed udsatte den forventede økonomiske vending. Selvom den amerikanske centralbank (Fed) er fortsat med at nedtrappe sine obligationsopkøb, har investorerne haft tillid til, at Fed ikke ville begynde på aggressive forhøjelser af den korte rente. Desuden faldt nyudstedelsen af high yield-obligationer i forhold til første halvår 2013, og en øget indstrømning af kapital til investeringsforeninger skabte overskydende efterspørgsel.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,76 procentpoint lavere end benchmarkets. Vores papirvalg inden for sektorerne ikke-cyklisk forbrug og forsyning trak ned i afdelingens resultat. Omvendt var der positive bidrag fra vores papirvalg i sektorerne basisindustri og cyklisk forbrug. Vores kontantbeholdning trak ned i resultatet. Når vi ser på kreditkvalitet trak vores undervægt af BB-obligationer, som er den meste rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, og overvægt af B-obligationer ned i resultatet, men det blev opvejet af vores overvægt af CCC-obligationer.

Vores overvægt af kortfristede obligationer udstedt af HCA (et selskab, som driver hospitaler i USA) og undervægt af selskabets mere langfristede gæld trak ned i det relative resultat. Vores positionering inden for Caesars Entertainment-koncernen trak fra i det relative resultat. Vores positionering i Forest Oil bidrog positivt til resultatet. Forest Oil er et min-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2002
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged DKK
Fondskode: DK0060448918
Porteføljeraðgiver: ING Asset Management BV

### VARIGHEDER

0-1 år	22,3%
1-3 år	25,9%
3-5 år	33,0%
5-10 år	13,6%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	4,9%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,50
Standardafvigelse	7,37
Tracking error	1,16
Information Ratio	-0,45
Jensen Alpha	-0,12
Sharpe Ratio (benchm.)	1,72
Standardafvigelse (benchm.)	6,70

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER

dre amerikansk olieeftersøgnings- og produktionsselskab, som kom i problemer med boring af deres brønde, og det betød, at obligationen faldt kraftigt i værdi i første kvartal. Imidlertid blev selskabet opkøbt af en konkurrent, hvorefter obligationen steg betydeligt i kurs og forbedrede vores relative resultat. Mineselskabet Thompson Creek fortsatte også med at bidrage positivt til det relative resultat efter åbningen af en ny mine.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2014

Med den kraftige bedring i amerikansk økonomi og den mindre styrkelse af europæisk økonomi, ser vi en sandsynlighed for, at renten på statsobligationer vil stige til et mere normalt niveau. De nuværende realrenter, dvs. obligationsrenter renset for inflation, er meget lave efter historiske forhold. Vi tror, at der er sandsynlighed for, at disse realrenter vil stige, hvilket vil få investorerne til at sælge ud af obligationer, når opsvinget har nået tilstrækkelig styrke, og de retter blikket mod mindre defensive aktivklasser, som f.eks. aktier. Hvis de amerikanske og tyske statsrenter stiger, vil vi forvente, at afdelingen klarer sig bedre end benchmark, men afhængig af, hvor meget disse renter stiger, kan det presse afdelingens indre værdi.

Blandt andre risici kan nævnes, at afdelingen vil klare sig dårligere end benchmark, hvis den forventede økonomiske vending udebliver, og der opstår rentefald på statspapirer med høj kreditkvalitet. Vi har positioneret afdelingen med mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og færre rentefølsomme BB-udstedere, så en økonomisk afmatning kan medføre, at afdelingen klarer sig dårligere end benchmark. Samtidig har vi overvægtet asiatiske high yield-obligationer, så hvis afmatningen i kinesisk økonomi bliver kraftigere end forventet, vil disse beholdninger bidrage negativt til afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer fortsat attraktive renter på high yield-obligationer i forhold til andre obligationstyper, dog forventer vi et afkast i andet halvår 2014, der vil ligge under afkastet for første halvår. Med bedringen i både amerikansk og europæisk økonomi og med tegn på øget inflation i USA forventer vi stigende renter på amerikanske og tyske statsobligationer i andet halvår. Da den økonomiske bedring er til fordel for udstedere af high yield-obligationer, har vi overvægtet de mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og undervægtet de mere rentefølsomme BB-udstedere. Da vi ikke forventer, at Fed vil hæve renten før i 2015, og at ECB ikke hæver sin rente før endnu senere, forventer vi en fortsat interesse for high yield-obligationer, hvilket vil indsnævre kreditspændene. Da USA og Europa nu har meget ens værdiansættelser, ser vi ingen grund til nogen markant overvægt af den ene eller den anden region. Vi mener, at der er visse muligheder i Asien, som giver en væsentlig højere direkte rente.

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.



# GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	301.093	317.197
Kursgevinster og tab	125.382	-241.383
Administrationsomkostninger	-53.609	-59.970
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>372.866</b>	<b>15.844</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	400.820	263.117
Obligationer 1]	8.531.019	8.457.877
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.165	741
Afledte finansielle instrumenter	44.715	105.040
Andre aktiver	150.223	153.341
<b>Aktiver i alt</b>	<b>9.133.942</b>	<b>8.980.116</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	8.979.218	8.955.882
Afledte finansielle instrumenter	1.162	1.491
Mellemværende vedr. handelsafvikling	141.087	2.406
Anden gæld	12.474	20.337
<b>Passiver i alt</b>	<b>9.133.942</b>	<b>8.980.116</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	74,5	66,1
§144a - nyemitterede	20,5	28,5
Øvrige finansielle instrumenter	5,0	5,4
<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	8.955.882	9.536.356
Udlønding fra sidste år	-684.712	-1.065.936
Emissioner i perioden	1.048.869	2.458.056
Indløsninger i perioden	-718.425	-702.709
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	4.738	16.126
Periodens resultat	372.866	15.844
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>8.979.218</b>	<b>10.257.737</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	8.979.218	10.257.737
Antal andele	92.443.038	107.558.744
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	97,13	95,37
Afkast i DKK [pct]*]	4,29	0,38
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	5,05	1,10
Administrationsomk. [pct]*]	0,59	0,61
ÅOP	1,49	1,53

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

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

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

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h
- Global High Yield Bonds, Osuuslaji EUR W h
- Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 155.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 156-167.

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

# GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER - AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	106.733	97.309
Kursgevinster og tab	32.581	-83.037
Administrationsomkostninger	-19.358	-19.866
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>119.956</b>	<b>-5.594</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	189.505	121.507
Obligationer 1]	3.150.735	2.931.830
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.310	5.619
Afledte finansielle instrumenter	16.760	36.669
Andre aktiver	55.239	50.245
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.418.549</b>	<b>3.145.870</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.377.080	3.135.649
Afledte finansielle instrumenter	2.073	1.051
Mellemværende vedr. handelsafvikling	34.786	0
Anden gæld	4.611	9.170
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.418.549</b>	<b>3.145.870</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	73,9	64,0
§144a - nyemitterede	20,0	29,4
Øvrige finansielle instrumenter	6,1	6,6
<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	3.135.649	2.789.109
Emissioner i perioden	512.729	530.833
Indløsninger i perioden	-396.530	-130.508
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.276	3.399
Periodens resultat	119.956	-5.594
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.377.080</b>	<b>3.187.240</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.377.080	3.187.240

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

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR 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 dvs. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 andelsklassen 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 4,52 pct. målt i EUR, mens benchmark steg med 5,22 pct. målt i EUR. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav kreditobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

High yield-markedet leverede positive afkast i samtlige måneder i første halvår 2014. Den positive udvikling skyldtes både rentefald på statsobligationer med høj kreditkvalitet og indsnævrede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

Statsobligationsrenterne faldt på Den Europæiske Centralbanks (ECB) udtalelse om, at den ledende rente ville forblive lav over længere tid, og at ECB om nødvendigt ville tage yderligere skridt for at undgå deflation samt på den svage økonomiske aktivitet i USA i første kvartal forårsaget af det ekstremt kolde vejr, der dermed udsatte den forventede økonomiske vending. Selvom den amerikanske centralbank (Fed) er fortsat med at nedtrappe sine obligationsopkøb, har investorerne haft tillid til, at Fed ikke ville begynde på aggressive forhøjelser af den korte rente. Desuden faldt nyudstedelsen af high yield-obligationer i forhold til første halvår 2013, og en øget indstrømning af kapital til investeringsforeninger skabte overskydende efterspørgsel.

### Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,70 procentpoint lavere end benchmarkets. Vores papirvalg inden for sektorerne ikke-cyklisk forbrug og forsyning trak ned i afdelingens resultat. Omvendt var der positive bidrag fra vores papirvalg i sektorerne basisindustri og cyklisk forbrug. Vores kontantbeholdning trak ned i resultatet. Når vi ser på kreditkvalitet trak vores undervægt af BB-obligationer, som er den meste rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, og overvægt af B-obligationer ned i resultatet, men det blev opvejet af vores overvægt af CCC-obligationer.

Vores overvægt af kortfristede obligationer udstedt af HCA (et selskab som driver hospitaler i USA) og undervægt af selskabets mere langfristede gæld trak ned i det relative resultat. Vores positionering inden for Caesars Entertainment-koncernen trak fra i det relative resultat. Vores positionering

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060294692
Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

### VARIGHEDER

0-1 år	22,8%
1-3 år	25,5%
3-5 år	30,5%
5-10 år	14,7%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	6,2%

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

i Forest Oil bidrog positivt til resultatet. Forest Oil er et mindre amerikansk olieefterforsknings- og produktionsselskab, som kom i problemer med boring af deres brønde, og det betød, at obligationen faldt kraftigt i værdi i 1. kvartal. Imidlertid blev selskabet opkøbt af en konkurrent, hvorefter obligationen steg betydeligt i kurs og forbedrede vores relative resultat. Mineselskabet Thompson Creek fortsatte også med at bidrage positivt til det relative resultat efter åbningen af en ny mine.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2014

Med den kraftige bedring i amerikansk økonomi og den mindre styrkelse af europæisk økonomi, ser vi en sandsynlighed for, at renten på statsobligationer vil stige til et mere normalt niveau. De nuværende realrenter, dvs. obligationsrenter renset for inflation, er meget lave efter historiske forhold. Vi tror, at der er sandsynlighed for, at disse realrenter vil stige, hvilket vil få investorerne til at sælge ud af obligationer, når opsvinget har nået tilstrækkelig styrke, og de retter blikket mod mindre defensive aktivklasser, som f.eks. aktier. Hvis de amerikanske og tyske statsrenter stiger, vil vi forvente, at afdelingen klarer sig bedre end benchmark, men afhængig af, hvor meget disse renter stiger, kan det presse afdelingens indre værdi.

Blandt andre risici kan nævnes, at afdelingen vil klare sig dårligere end benchmark, hvis den forventede økonomiske vending udebliver, og der opstår rentefald på statspapirer med høj kreditkvalitet. Vi har positioneret afdelingen med mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og færre rentefølsomme BB-udstedere, så en økonomisk afmatning kan medføre, at afdelingen klarer sig dårligere end benchmark. Samtidig har vi overvægtet asiatiske high yield-obligationer, så hvis afmatningen i kinesisk økonomi bliver kraftigere end forventet, vil disse beholdninger bidrage negativt til afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer fortsat attraktive renter på high yield-obligationer i forhold til andre obligationstyper, dog forventer vi et afkast i andet halvår 2014, der vil ligge under afkastet for første halvår. Med bedringen i både amerikansk og europæisk økonomi og med tegn på øget inflation i USA forventer vi stigende renter på amerikanske og tyske statsobligationer i andet halvår. Da den økonomiske bedring er til fordel for udstedere af high yield-obligationer, har vi overvægtet de mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og undervægtet de mere rentefølsomme BB-udstedere. Da vi ikke forventer, at Fed vil hæve renten før i 2015, og at ECB ikke hæver sin rente før endnu senere, forventer vi en fortsat interesse for high yield-obligationer, hvilket vil indsnævre kreditspændene. Da USA og Europa nu har meget ens værdiansættelser, ser vi ingen grund til nogen markant overvægt af den ene eller den anden region. Vi mener, at der er visse muligheder i Asien, som giver en væsentlig højere direkte rente.

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.

# GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Global High Yield Bonds – Accumulating, Class EUR h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### GLOBAL HIGH YIELD BONDS – ACCUMULATING, CLASS EUR H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	117.912	13.219
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-14.475	-10.172
<b>Klassens resultat</b>	<b>103.437</b>	<b>3.047</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	2.555.764	2.574.979
Emissioner i perioden	203.657	375.080
Indløsninger i perioden	-329.260	-116.870
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.276	4.297
Periodens resultat	103.437	3.047
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.536.875</b>	<b>2.840.532</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.536.875	2.840.532
Antal andele	25.772.122	31.943.030
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	13,20	11,92
Afkast i EUR (pct)*]	4,52	0,23
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	5,22	1,21
Administrationsomk. (pct)*]	0,59	0,61
ÅOP	1,50	1,63

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

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Global High Yield Bonds, osuuslaji 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 dvs. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et afkast på 0,99 pct. målt i EUR, mens benchmark steg med 1,14 pct. målt i EUR, siden andelsklassen startede den 22. maj 2014. Markedet lagde stærkt ud i perioden, men faldt lidt tilbage mod månedens slutning, da udbuddet af obligationer oversteg efterspørgslen på det europæiske marked. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Det globale high yield-marked leverede positive afkast i juni på trods af en blandet udvikling i tyske og amerikanske statsobligationer. Den Europæiske Centralbanks (ECB) udmelding om stimulering af økonomien fik renten på tyske statsobligationer til at falde, også selvom ECB ikke gik så langt som til at indføre kvantitative lempelser. Renten på amerikanske statsobligationer steg en smule og afbrødermed det parløb, der har været med de tyske obligationer i de seneste par måneder. Forskellen i renten på high yield-obligationer og statsobligationer indsnævredes som følge af kombinationen af lempelig pengepolitik fra centralbankerne og bedring i økonomien.

I det meget stille markedsmiljø i juni faldt volatiliteten på aktier og obligationer. Der kom i juni yderligere tegn på, at amerikansk økonomi er i bedring, men den meget svage udvikling i første kvartal gjorde sig fortsat gældende. Det endelige tal for amerikansk BNP-vækst for første kvartal blev på -2,7 pct., hvilket var markant dårligere end de foregående tal.

### Vurdering af afdelingens resultat

Vores papirvalg inden for sektorerne ikke-cyklisk forbrug og kapitalgoder trak ned i andelsklassens resultat. Omvendt var der positive bidrag fra vores papirvalg i sektorerne teknologi og cyklisk forbrug. Vores kontantbeholdning trak ned i resultatet. Ratingmæssigt trak vores undervægt af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af B-obligationer ned i det relative resultat, men det blev opvejet af vores overvægt af CCC-obligationer.

Vores overvægt af kortfristede obligationer udstedt af HCA (et selskab, som driver hospitaler i USA) og undervægt af selskabets mere langfristede gæld trak ned i det relative resultat. Vores positionering i Boardriders (datterselskab af Quiksilver Inc.) trak ned i det relative resultat, da regnskabet lå lidt under det forventede. Andelsklassen nød godt af positioneringen i Guitar Center, som er verdens største detailhandler af musikinstrumenter. Ligeledes bidrog den fortsatte kursstigning i den verdensomspændende betalingsformidlingselskab First Data Corporation.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060549947
Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

### VARIGHEDER

0-1 år	22,8%
1-3 år	25,5%
3-5 år	30,5%
5-10 år	14,7%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	6,2%

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2014

Med den kraftige bedring i amerikansk økonomi og den mindre styrkelse af europæisk økonomi, ser vi en sandsynlighed for, at renten på statsobligationer vil stige til et mere normalt niveau. De nuværende realrenter, dvs. obligationsrenter renset for inflation, er meget lave efter historiske forhold. Vi tror, at der er sandsynlighed for, at disse realrenter vil stige, hvilket vil få investorerne til at sælge ud af obligationer, når opsvinget har nået tilstrækkelig styrke, og de retter blikket mod mindre defensive aktivklasser, som f.eks. aktier. Hvis de amerikanske og tyske statsrenter stiger, vil vi forvente, at afdelingen klarer sig bedre end benchmark, men afhængig af, hvor meget disse renter stiger, kan det presse afdelingens indre værdi.

Blandt andre risici kan nævnes, at afdelingen vil klare sig dårligere end benchmark, hvis den forventede økonomiske vending udebliver, og der opstår rentefald på statspapirer med høj kreditkvalitet. Vi har positioneret afdelingen med mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og færre rentefølsomme BB-udstedere, så en økonomisk afmatning kan medføre, at afdelingen klarer sig dårligere end benchmark. Samtidig har vi overvægtet asiatiske high yield-obligationer, så hvis afmatningen i kinesisk økonomi bliver kraftigere end forventet, vil disse beholdninger bidrage negativt til afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer fortsat attraktive renter på high yield-obligationer i forhold til andre obligationstyper, dog forventer vi et afkast i andet halvår 2014, der vil ligge under afkastet for første halvår. Med bedringen i både amerikansk og europæisk økonomi og med tegn på øget inflation i USA forventer vi stigende renter på amerikanske og tyske statsobligationer i andet halvår. Da den økonomiske bedring er til fordel for udstedere af high yield-obligationer, har vi overvægtet de mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og undervægtet de mere rentefølsomme BB-udstedere. Da vi ikke forventer, at Fed vil hæve renten før i 2015, og at ECB ikke hæver sin rente før endnu senere, forventer vi en fortsat interesse for high yield-obligationer, hvilket vil indsnævre kreditspændene. Da USA og Europa nu har meget ens værdiansættelser, ser vi ingen grund til nogen markant overvægt af den ene eller den anden region. Vi mener, at der er visse muligheder i Asien, som giver en væsentlig højere direkte rente.

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.



## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### GLOBAL HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

KLASSENS RESULTATPOSTER	22.5.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	345
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-44
<b>Klassens resultat</b>	<b>300</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	22.5.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	33.582
Periodens resultat	300
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>33.883</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	33.883
Antal andele	450.000
Stk. størrelse EUR	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,10
Afkast i EUR (pct)*]	0,99
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	1,14
Administrationsomk. (pct)*]	0,60

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

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Global High Yield Obligasjon, klasse NOK 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 dvs. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 5,29 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 5,89 pct. målt i NOK. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav kreditobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

High yield-markedet leverede positive afkast i samtlige måneder i første halvår 2014. Den positive udvikling skyldtes både rentefald på statsobligationer med høj kreditkvalitet og indsnævrede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

Statsobligationsrenterne faldt på den europæiske centralbanks (ECB) udtalelse om, at den ledende rente ville forblive lav over længere tid, og at ECB om nødvendigt ville tage yderligere skridt for at undgå deflation samt på den svage økonomiske aktivitet i USA i første kvartal forårsaget af det ekstremt kolde vejr, der dermed udsatte den forventede økonomiske vending. Selvom den amerikanske centralbank (Fed) er fortsat med at nedtrappe sine obligationsopkøb, har investorerne haft tillid til, at Fed ikke ville begynde på aggressive forhøjelser af den korte rente. Desuden faldt nyudstedelsen af high yield-obligationer i forhold til første halvår 2013, og en øget indstrømning af kapital til investeringsforeninger skabte overskydende efterspørgsel.

### Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,60 procentpoint lavere end benchmarkets. Vores papirvalg inden for sektorerne ikke-cyklisk forbrug og forsyning trak ned i afdelingens resultat. Omvendt var der positive bidrag fra vores papirvalg i sektorerne basisindustri og cyklisk forbrug. Vores kontantbeholdning trak ned i resultatet. Når vi ser på kreditkvalitet trak vores undervægt af BB-obligationer, som er den meste rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, og overvægt af B-obligationer ned i resultatet, men det blev opvejet af vores overvægt af CCC-obligationer.

Vores overvægt af kortfristede obligationer udstedt af HCA (et selskab, som driver hospitaler i USA) og undervægt af selskabets mere langfristede gæld trak ned i det relative resultat. Vores positionering inden for Caesars Entertainment-koncernen trak fra i det relative resultat. Vores positionering

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2013
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK.
Fondskode: DK0060517316
Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

### VARIGHEDER

0-1 år	23,0%
1-3 år	25,7%
3-5 år	30,7%
5-10 år	14,8%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	5,5%

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

i Forest Oil bidrog positivt til resultatet. Forest Oil er et mindre amerikansk olieefterforsknings- og produktionsselskab, som kom i problemer med boring af deres brønde, og det betød, at obligationen faldt kraftigt i værdi i 1. kvartal. Imidlertid blev selskabet opkøbt af en konkurrent, hvorefter obligationen steg betydeligt i kurs og forbedrede vores relative resultat. Mineselskabet Thompson Creek fortsatte også med at bidrage positivt til det relative resultat efter åbningen af en ny mine.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Med den kraftige bedring i amerikansk økonomi og den mindre styrkelse af europæisk økonomi, ser vi en sandsynlighed for, at renten på statsobligationer vil stige til et mere normalt niveau. De nuværende realrenter, dvs. obligationsrenter renset for inflation, er meget lave efter historiske forhold. Vi tror, at der er sandsynlighed for, at disse realrenter vil stige, hvilket vil få investorerne til at sælge ud af obligationer, når opsvinget har nået tilstrækkelig styrke, og de retter blikket mod mindre defensive aktivklasser, som f.eks. aktier. Hvis de amerikanske og tyske statsrenter stiger, vil vi forvente, at afdelingen klarer sig bedre end benchmark, men afhængig af, hvor meget disse renter stiger, kan det presse afdelingens indre værdi.

Blandt andre risici kan nævnes, at afdelingen vil klare sig dårligere end benchmark, hvis den forventede økonomiske vending udebliver, og der opstår rentefald på statspapirer med høj kreditkvalitet. Vi har positioneret afdelingen med mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og færre rentefølsomme BB-udstedere, så en økonomisk afmatning kan medføre, at afdelingen klarer sig dårligere end benchmark. Samtidig har vi overvægtet asiatiske high yield-obligationer, så hvis afmatningen i kinesisk økonomi bliver kraftigere end forventet, vil disse beholdninger bidrage negativt til afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer fortsat attraktive renter på high yield-obligationer i forhold til andre obligationstyper, dog forventer vi et afkast i andet halvår 2014, der vil ligge under afkastet for første halvår. Med bedringen i både amerikansk og europæisk økonomi og med tegn på øget inflation i USA forventer vi stigende renter på amerikanske og tyske statsobligationer i andet halvår. Da den økonomiske bedring er til fordel for udstedere af high yield-obligationer, har vi overvægtet de mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og undervægtet de mere rentefølsomme BB-udstedere. Da vi ikke forventer, at Fed vil hæve renten før i 2015, og at ECB ikke hæver sin rente før endnu senere, forventer vi en fortsat interesse for high yield-obligationer, hvilket vil indsnævre kreditspændene. Da USA og Europa nu har meget ens værdiansættelser, ser vi ingen grund til nogen markant overvægt af den ene eller den anden region. Vi mener, at der er visse muligheder i Asien, som giver en væsentlig højere direkte rente.

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 vækstudsigtter og dermed renteutviklingen.

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### GLOBAL HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	5.11.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	15.098	1.837
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-1.506	-972
Administrationsomkostninger	-1.848	-235
<b>Klassens resultat</b>	<b>11.743</b>	<b>631</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	5.11.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	170.057	0
Emissioner i perioden	183.983	169.251
Indløsninger i perioden	-48.162	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.281	175
Periodens resultat	11.743	631
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>318.902</b>	<b>170.057</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	5.11.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	318.902	170.057
Antal andele	3.368.251	1.880.569
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	106,70	101,33
Afkast i NOK (pct)*]	5,29	1,33
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	5,89	1,26
Administrationsomk. (pct)*]	0,62	1,23

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

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Globala High Yield-obligationer, klass SEK 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 dvs. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. 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 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 4,80 pct. målt i SEK, mens benchmark steg med 5,53 pct. målt i SEK. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav kreditobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

High yield-markedet leverede positive afkast i samtlige måneder i første halvår 2014. Den positive udvikling skyldtes både rentefald på statsobligationer med høj kreditkvalitet og indsnævrede kreditspænd, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

Statsobligationsrenterne faldt på den europæiske centralbanks (ECB) udtalelse om, at den ledende rente ville forblive lav over længere tid, og at ECB om nødvendigt ville tage yderligere skridt for at undgå deflation samt på den svage økonomiske aktivitet i USA i første kvartal forårsaget af det ekstremt kolde vejr, der dermed udsatte den forventede økonomiske vending. Selvom den amerikanske centralbank (Fed) er fortsat med at nedtrappe sine obligationsopkøb, har investorerne haft tillid til, at Fed ikke ville begynde på aggressive forhøjelser af den korte rente. Desuden faldt nyudstedelsen af high yield-obligationer i forhold til første halvår 2013, og en øget indstrømning af kapital til investeringsforeninger skabte overskydende efterspørgsel.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,73 procentpoint lavere end benchmarkets. Vores papirvalg inden for sektorerne ikke-cyklisk forbrug og forsyning trak ned i afdelingens resultat. Omvendt var der positive bidrag fra vores papirvalg i sektorerne basisindustri og cyklisk forbrug. Vores kontantbeholdning trak ned i resultatet. Når vi ser på kreditkvalitet trak vores undervægt af BB-obligationer, som er den meste rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, og overvægt af B-obligationer ned i resultatet, men det blev opvejet af vores overvægt af CCC-obligationer.

Vores overvægt af kortfristede obligationer udstedt af HCA (et selskab, som driver hospitaler i USA) og undervægt af selskabets mere langfristede gæld trak ned i det relative resultat. Vores positionering inden for Caesars Entertainment-koncernen trak fra i det relative resultat. Vores positionering

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against SEK.
Fondskode: DK0060486173
Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

### VARIGHEDER

0-1 år	22,8%
1-3 år	25,5%
3-5 år	30,4%
5-10 år	14,7%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	6,3%

## GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

i Forest Oil bidrog positivt til resultatet. Forest Oil er et mindre amerikansk olieeftersøgnings- og produktionsselskab, som kom i problemer med boring af deres brønde, og det betød, at obligationen faldt kraftigt i værdi i første kvartal. Imidlertid blev selskabet opkøbt af en konkurrent, hvorefter obligationen steg betydeligt i kurs og forbedrede vores relative resultat. Mineselskabet Thompson Creek fortsatte også med at bidrage positivt til det relative resultat efter åbningen af en ny mine.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2014

Med den kraftige bedring i amerikansk økonomi og den mindre styrkelse af europæisk økonomi, ser vi en sandsynlighed for, at renten på statsobligationer vil stige til et mere normalt niveau. De nuværende realrenter, dvs. obligationsrenter renset for inflation, er meget lave efter historiske forhold. Vi tror, at der er sandsynlighed for, at disse realrenter vil stige, hvilket vil få investorerne til at sælge ud af obligationer, når opsvinget har nået tilstrækkelig styrke, og de retter blikket mod mindre defensive aktivklasser, som f.eks. aktier. Hvis de amerikanske og tyske statsrenter stiger, vil vi forvente, at afdelingen klarer sig bedre end benchmark, men afhængig af, hvor meget disse renter stiger, kan det presse afdelingens indre værdi.

Blandt andre risici kan nævnes, at afdelingen vil klare sig dårligere end benchmark, hvis den forventede økonomiske vending udebliver, og der opstår rentefald på statspapirer med høj kreditkvalitet. Vi har positioneret afdelingen med mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og færre rentefølsomme BB-udstedere, så en økonomisk afmatning kan medføre, at afdelingen klarer sig dårligere end benchmark. Samtidig har vi overvægtet asiatiske high yield-obligationer, så hvis afmatningen i kinesisk økonomi bliver kraftigere end forventet, vil disse beholdninger bidrage negativt til afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer fortsat attraktive renter på high yield-obligationer i forhold til andre obligationstyper, dog forventer vi et afkast i andet halvår 2014, der vil ligge under afkastet for første halvår. Med bedringen i både amerikansk og europæisk økonomi og med tegn på øget inflation i USA forventer vi stigende renter på amerikanske og tyske statsobligationer i andet halvår. Da den økonomiske bedring er til fordel for udstedere af high yield-obligationer, har vi overvægtet de mere kreditfølsomme B- og CCC-udstedere og undervægtet de mere rentefølsomme BB-udstedere. Da vi ikke forventer, at Fed vil hæve renten før i 2015, og at ECB ikke hæver sin rente før endnu senere, forventer vi en fortsat interesse for high yield-obligationer, hvilket vil indsnævre kreditspændene. Da USA og Europa nu har meget ens værdiansættelser, ser vi ingen grund til nogen markant overvægt af den ene eller den anden region. Vi mener, at der er visse muligheder i Asien, som giver en væsentlig højere direkte rente.

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 vækstudsigt og dermed renteutviklingen.

# GLOBALA HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### GLOBALA HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASSE SEK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	20.485	534
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-13.293	-8.172
Administrationsomkostninger	-2.717	-1.004
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.475</b>	<b>-8.641</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	409.828	214.130
Emissioner i perioden	91.506	155.753
Indløsninger i perioden	-19.108	-13.637
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	719	-897
Periodens resultat	4.475	-8.641
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>487.421</b>	<b>346.708</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	487.421	346.708
Antal andele	5.299.733	4.020.560
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	112,86	101,38
Afkast i SEK (pct)*]	4,80	0,64
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	5,53	1,71
Administrationsomk. (pct)*]	0,62	0,63

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

## GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko 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 3 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 5,11 pct., mens afdelingens benchmark steg 5,26 pct. Afdelingens afkast indfriede vores forventning om et positivt afkast, der var lidt højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Realrenterne faldt generelt i første halvår, men der var betydelige forskelle i afkastet på tværs af landene. Inflationen overraskede positivt i USA, mens den skuffede i Europa. Dette afspejlede sig i kursudviklingen på indeksobligationerne, hvor USA var det land blandt de større markeder, der klarede sig bedst. Afkastet på tyske og franske indeksobligationer var hæmmet af de meget lave inflationstal for euroområdet, men nød dog godt af en meget lempelig pengepolitik fra ECB, der sænkede renten og tilbød favorable lånefaciliteter med henblik på understøtte økonomien. Britiske indeksobligationer leverede det dårligste afkast, idet den britiske centralbank reagerede på stærke økonomiske nøgletal ved at varsle en snarlig stigning i den pengepolitiske rente. Samtidig skuffede inflationen i Storbritannien, og inflationsforventningerne på britiske indeksobligationer faldt.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,15 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Afdelingens overvægt af amerikanske indeksobligationer mod en undervægt i engelske indeksobligationer var den væsentligste positive bidragsyder til afkastet, mens en overvægt af korte franske indeksobligationer bidrog negativt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingen investerer udelukkende i globale indeksobligationer med en høj kreditvurdering. Den største risiko er, at centralbankerne strammer pengepolitikken mere end markedsdeltagerne lige nu forventer, samtidig med at inflationen er lav. I det tilfælde vil indeksobligationer lide et kurstab samtidig med at indeksreguleringen vil være lav.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat, men tiltagende inflation i andet halvår som følge af et fortsat opsving i den globale økonomi. Vi forventer på denne baggrund, at inflationsforventningerne vil tiltage. Vi forventer, at globale indeksobligationer giver et

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2009
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond Index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060187771
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	13,8%
1-3 år	21,3%
3-5 år	19,3%
5-10 år	25,5%
Over 10 år	19,6%
Øvrige inkl. likvide	0,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,77
Standardafvigelse	4,64
Tracking error	0,47
Information Ratio	-0,69
Jensen Alpha	-0,03
Sharpe Ratio (benchm.)	0,87
Standardafvigelse (benchm.)	4,51

Måleperiode: Okt. 2009 til jun. 2014



## GLOBALE LANGE INDEKSobligationer

lavt, men positivt afkast, der er lidt bedre afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer i andet halvår. Markedsudviklingen er meget følsom over for den førte pengepolitik og en for tidlig opstramning af pengepolitikken er derfor en vigtig risikofaktor i forhold til denne forventning.

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. Afdelingen er overvægtet amerikanske indeksobligationer mod britiske indeksobligationer, da vi vurderer, at den britiske centralbank vil hæve den pengepolitiske rente inden for de førstkomende kvartaler, mens vi venter en mere lempelig pengepolitik fra den amerikanske centralbank.

Porteføljen har desuden en overvægt af europæiske indeksobligationer knyttet til fransk inflation mod obligationer knyttet til euroinflation, da førstnævnte virker attraktivt prissat. Derudover har porteføljen en overvægt af den danske statsindeksobligation mod den tilsvarende tyske indeksobligation. De to obligationer har indregnet den samme forventede inflation, men vi forventer, at inflationen vil stige i Danmark, før den stiger i Europa.

# GLOBALE LANGE INDEKSOBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	12.022	14.191
Kursgevinster og tab	95.740	-127.425
Administrationsomkostninger	-6.596	-7.561
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>101.165</b>	<b>-120.795</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	6.139	9.102
Obligationer 1]	1.884.425	2.173.900
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	95
Afledte finansielle instrumenter	8.189	3.859
Andre aktiver	10.102	9.353
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.908.854</b>	<b>2.196.309</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.899.104	2.177.697
Afledte finansielle instrumenter	5.462	7.254
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.286	8.248
Anden gæld	1.002	3.110
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.908.854</b>	<b>2.196.309</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,4	98,6
Øvrige finansielle instrumenter	10,6	1,4
<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	2.177.697	2.431.429
Udlønding fra sidste år	0	-219.981
Emissioner i perioden	73.316	710.634
Indløsninger i perioden	-454.076	-341.990
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.001	2.298
Periodens resultat	101.165	-120.795
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.899.104</b>	<b>2.461.595</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.899.104	2.461.595
Antal andele	19.361.163	25.999.824
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	98,09	94,68
Afkast i DKK (pct)*]	5,11	-5,31
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,26	-4,92
Administrationsomk. (pct)*]	0,32	0,32
ÅOP	0,83	0,86

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

## GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKK. KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- Globala Realräntor, klass SEK h
- Globale Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h
- Reallikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 172.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 173-184.

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

## GLOBALE LANGE INDEKSOBLIGATIONER – AKK. KL

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	22.387	25.542
Kursgevinster og tab	172.607	-249.761
Administrationsomkostninger	-12.379	-14.853
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>182.615</b>	<b>-239.072</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	14.392	19.504
Obligationer 1]	3.655.569	3.835.948
Mellemværende vedr. handelsafvikling	194	0
Afledte finansielle instrumenter	16.068	11.057
Andre aktiver	19.944	16.436
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.706.167</b>	<b>3.882.945</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.686.894	3.858.324
Afledte finansielle instrumenter	15.917	12.613
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.403	6.524
Anden gæld	1.952	5.485
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.706.167</b>	<b>3.882.945</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,5	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	10,5	1,6
<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	3.858.324	4.342.889
Emissioner i perioden	104.390	987.433
Indløsninger i perioden	-459.551	-561.170
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.117	3.483
Periodens resultat	182.615	-239.072
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.686.894</b>	<b>4.533.562</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.686.894	4.533.562

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

## GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKK. KL

Global Realrente Obligasjon, klasse NOK 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 indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår et afkast på 5,81 pct. målt i NOK, mens andelsklassens benchmark steg 6,13 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var lidt højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Realrenterne faldt generelt i første halvår, men der var betydelige forskelle i afkastet på tværs af landene. Inflationen overraskede positivt i USA, mens den skuffede i Europa. Dette afspejlede sig i kursudviklingen på indeksobligationerne, hvor USA var det land blandt de større markeder, der klarede sig bedst. Afkastet på tyske og franske indeksobligationer var hæmmet af de meget lave inflationstal for euroområdet, men nød dog godt af en meget lempelig pengepolitik fra ECB, der sænkede renten og tilbød favorable lånefaciliteter med henblik på understøtte økonomien. Britiske indeksobligationer leverede det dårligste afkast, idet den britiske centralbank reagerede på stærke økonomiske nøgletal ved at varsle en snarlig stigning i den pengepolitiske rente. Samtidig skuffede inflationen i Storbritannien, og inflationsforventningerne på britiske indeksobligationer faldt.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,32 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Andelsklassens overvægt af amerikanske indeksobligationer mod en undervægt i engelske indeksobligationer var den væsentligste positive bidragsyder til afkastet, mens en overvægt af korte franske indeksobligationer bidrog negativt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Andelsklassen investerer udelukkende i globale indeksobligationer med en høj kreditvurdering. Den største risiko er, at centralbankerne strammer pengepolitikken mere end markedsdeltagerne lige nu forventer, samtidig med at inflationen er lav. I det tilfælde vil indeksobligationer lide et kurstab samtidig med, at indeksreguleringen vil være lav.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat, men tiltagende inflation i andet halvår som følge af et fortsat opsving i den globale økonomi. Vi forventer på denne baggrund, at inflationsforventningerne

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2013

Risikoindeksator (1-7): 4

Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til NOK

Fondskode: DK0060517589

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	14,3%
1-3 år	22,1%
3-5 år	19,5%
5-10 år	26,7%
Over 10 år	20,3%
Øvrige inkl. likvide	-2,9%

## GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKK. KL



vil tiltage. Vi forventer, at globale indeksobligationer giver et lavt, men positivt afkast, der er lidt bedre end sammenlignelige almindelige statsobligationer i andet halvår. Markedsudviklingen er meget følsom overfor den førte pengepolitik og en for tidlig opstramning af pengepolitikken er derfor en vigtig risikofaktor i forhold til denne forventning.

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.

Andelsklassen er overvægtet i amerikanske indeksobligationer mod britiske indeksobligationer, da vi vurderer, at den britiske centralbank vil hæve den pengepolitiske rente inden for de førstkommande kvartaler, mens vi venter en mere lempelig pengepolitik fra den amerikanske centralbank. Porteføljen har desuden en overvægt af europæiske indeksobligationer knyttet til fransk inflation mod obligationer knyttet til euro inflation, da førstnævnte virker attraktivt prissat. Derudover har porteføljen en overvægt af den danske statsindeksobligation mod den tilsvarende tyske indeksobligation. De to obligationer har indregnet den samme forventede inflation, men vi forventer, at inflationen vil stige i Danmark før den stiger i Europa.

# GLOBALE LANGE INDEKSOBLIGATIONER – AKK. KL

Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### GLOBAL REALRENTE OBLIGASJON, KLASSE NOK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	7.11.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.845	-873
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	141	-515
Administrationsomkostninger	-323	-33
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.663</b>	<b>-1.421</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	7.11.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	54.532	0
Emissioner i perioden	39.970	55.849
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	100	104
Periodens resultat	4.663	-1.421
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>99.265</b>	<b>54.532</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	7.11.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	99.265	54.532
Antal andele	1.076.452	622.162
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	103,92	98,22
Afkast i NOK (pct)*]	5,81	-1,78
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	6,13	-1,42
Administrationsomk. (pct)*]	0,35	0,71

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

## GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKK. KL

Globala Realräntor, klass SEK 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 indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko 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 andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår et afkast på 5,55 pct. målt i SEK, mens andelsklassens benchmark steg 5,76 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast indfriede vores forventning om et positivt afkast, der var lidt højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Realrenterne faldt generelt i første halvår, men der var betydelige forskelle i afkastet på tværs af landene. Inflationen overraskede positivt i USA, mens den skuffede i Europa. Dette afspejlede sig i kursudviklingen på indeksobligationerne, hvor USA var det land blandt de større markeder, der klarede sig bedst. Afkastet på tyske og franske indeksobligationer var hæmmet af de meget lave inflationstal for euroområdet, men nød dog godt af en meget lempelig pengepolitik fra ECB, der sænkede renten og tilbød favorable lånefaciliteter med henblik på understøtte økonomien. Britiske indeksobligationer leverede det dårligste afkast, idet den britiske centralbank reagerede på stærke økonomiske nøgletal ved at varsle en snarlig stigning i den pengepolitiske rente. Samtidig skuffede inflationen i Storbritannien, og inflationsforventningerne på britiske indeksobligationer faldt.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,21 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Andelsklassens overvægt af amerikanske indeksobligationer mod en undervægt i engelske indeksobligationer var den væsentligste positive bidragsyder til afkastet, mens en overvægt af korte franske indeksobligationer bidrog negativt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Andelsklassen investerer udelukkende i globale indeksobligationer med en høj kreditvurdering. Den største risiko er, at centralbankerne strammer pengepolitikken mere end markedsdeltagerne lige nu forventer, samtidig med at inflationen er lav. I det tilfælde vil indeksobligationer lide et kurstab samtidig med, at indeksreguleringen vil være lav.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat, men tiltagende inflation i andet halvår som følge af et fortsat opsving i den globale økonomi. Vi forventer på denne baggrund, at inflationsforventningerne

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til SEK
Fondskode: DK0060485605
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	14,0%
1-3 år	21,5%
3-5 år	19,0%
5-10 år	26,0%
Over 10 år	19,8%
Øvrige inkl. likvide	-0,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,76
Standardafvigelse	4,88
Tracking error	0,99
Information Ratio	-0,98
Jensen Alpha	-0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	1,00
Standardafvigelse (benchm.)	4,66

Måleperiode: Sep. 2010 til jun. 2014



## GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKK. KL

vil tiltage. Vi forventer, at globale indeksobligationer giver et lavt, men positivt afkast, der er lidt bedre end sammenlignelige almindelige statsobligationer i andet halvår. Markedsudviklingen er meget følsom overfor den førte pengepolitik og en for tidlig opstramning af pengepolitikken er derfor en vigtig risikofaktor i forhold til denne forventning.

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.

Andelsklassen er overvægtet i amerikanske indeksobligationer mod britiske indeksobligationer, da vi vurderer, at den britiske centralbank vil hæve den pengepolitiske rente inden for de førstkommande kvartaler, mens vi venter en mere lempelig pengepolitik fra den amerikanske centralbank. Porteføljen har desuden en overvægt af europæiske indeksobligationer knyttet til fransk inflation mod obligationer knyttet til euro inflation, da førstnævnte virker attraktivt prissat. Derudover har porteføljen en overvægt af den danske statsindeksobligation mod den tilsvarende tyske indeksobligation. De to obligationer har indregnet den samme forventede inflation, men vi forventer, at inflationen vil stige i Danmark før den stiger i Europa.

# GLOBALA LANGE INDEKSOBLIGATIONER – AKK. KL

Globala Realräntor, klass SEK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### GLOBALA REALRÄNTOR, KLASSE SEK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	8.129	-5.407
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-3.546	-3.120
Administrationsomkostninger	-679	-87
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.905</b>	<b>-8.615</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	202.922	28.226
Emissioner i perioden	16.362	162.451
Indløsninger i perioden	-16.903	-2.111
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	73	-366
Periodens resultat	3.905	-8.615
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>206.359</b>	<b>179.586</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	206.359	179.586
Antal andele	2.165.472	1.889.320
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	116,98	111,81
Afkast i SEK (pct)*]	5,55	-4,76
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	5,76	-4,40
Administrationsomk. (pct)*]	0,35	0,35

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

## GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKK. KL

Globale Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK 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 indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valuta-kurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko 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 andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår et afkast på 5,07 pct., mens andelsklassens benchmark steg 5,26 pct. Andelsklassens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var lidt højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Realrenterne faldt generelt i første halvår, men der var betydelige forskelle i afkastet på tværs af landene. Inflationen overraskede positivt i USA, mens den skuffede i Europa. Dette afspejlede sig i kursudviklingen på indeksobligationerne, hvor USA var det land blandt de større markeder, der klarede sig bedst. Afkastet på tyske og franske indeksobligationer var hæmmet af de meget lave inflationstal for euroområdet, men nød dog godt af en meget lempelig pengepolitik fra ECB, der sænkede renten og tilbød favorable lånefaciliteter med henblik på understøtte økonomien. Britiske indeksobligationer leverede det dårligste afkast, idet den britiske centralbank reagerede på stærke økonomiske nøgletal ved at varsle en snarlig stigning i den pengepolitiske rente. Samtidig skuffede inflationen i Storbritannien, og inflationsforventningerne på britiske indeksobligationer faldt.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,19 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Andelsklassens overvægt af amerikanske indeksobligationer mod en undervægt i engelske indeksobligationer var den væsentligste positive bidragsyder til afkastet, mens en overvægt af korte franske indeksobligationer bidrog negativt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Andelsklassen investerer udelukkende i globale indeksobligationer med en høj kreditvurdering. Den største risiko er, at centralbankerne strammer pengepolitikken mere end markedsdeltagerne lige nu forventer, samtidig med at inflationen er lav. I det tilfælde vil indeksobligationer lide et kurstab samtidig med, at indeksreguleringen vil være lav.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat, men tiltagende inflation i andet halvår som følge af et fortsat opsving i den globale økonomi. Vi

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2008
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060140705
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	13,9%
1-3 år	21,3%
3-5 år	18,9%
5-10 år	25,8%
Over 10 år	19,6%
Øvrige inkl. likvide	0,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,92
Standardafvigelse	4,59
Tracking error	0,53
Information Ratio	-0,46
Jensen Alpha	-0,03
Sharpe Ratio (benchm.)	1,01
Standardafvigelse (benchm.)	4,41

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKK. KL

forventer på denne baggrund, at inflationsforventningerne vil tiltage. Vi forventer, at globale indeksobligationer giver et lavt, men positivt afkast, der er lidt bedre end sammenlignelige almindelige statsobligationer i andet halvår. Markedsudviklingen er meget følsom overfor den førte pengepolitik og en for tidlig opstramning af pengepolitikken er derfor en vigtig risikofaktor i forhold til denne forventning.

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.

Andelsklassen er overvægtet i amerikanske indeksobligationer mod britiske indeksobligationer, da vi vurderer, at den britiske centralbank vil hæve den pengepolitiske rente inden for de førstkommande kvartaler, mens vi venter en mere lempelig pengepolitik fra den amerikanske centralbank. Porteføljen har desuden en overvægt af europæiske indeksobligationer knyttet til fransk inflation mod obligationer knyttet til euro inflation, da førstnævnte virker attraktivt prissat. Derudover har porteføljen en overvægt af den danske statsindeksobligation mod den tilsvarende tyske indeksobligation. De to obligationer har indregnet den samme forventede inflation, men vi forventer, at inflationen vil stige i Danmark før den stiger i Europa.

## GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKK. KL

Globale Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### GLOBALE INDEKS OblIGATIONER – AKK., KLASSE DKK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	178.383	-209.473
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-10.661	-8.652
<b>Klassens resultat</b>	<b>167.722</b>	<b>-218.126</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	3.421.585	4.090.429
Emissioner i perioden	48.029	810.648
Indløsninger i perioden	-277.352	-541.958
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	614	3.729
Periodens resultat	167.722	-218.126
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.360.598</b>	<b>4.144.723</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.360.598	4.144.723
Antal andele	23.950.597	30.601.787
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	140,32	135,44
Afkast i DKK (pct)*]	5,07	-5,38
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	5,26	-4,92
Administrationsomk. (pct)*]	0,32	0,36
ÅOP	0,83	0,87

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

## GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKK. KL

Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR 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 indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valuta-kurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko 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 andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår et afkast på 6,21 pct. målt i EUR, mens andelsklassens benchmark steg 5,43 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var lidt højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Realrenterne faldt generelt i første halvår, men der var betydelige forskelle i afkastet på tværs af landene. Inflationen overraskede positivt i USA, mens den skuffede i Europa. Dette afspejlede sig i kursudviklingen på indeksobligationerne, hvor USA var det land blandt de større markeder, der klarede sig bedst. Afkastet på tyske og franske indeksobligationer var hæmmet af de meget lave inflationstal for euroområdet, men nød dog godt af en meget lempelig pengepolitik fra ECB, der sænkede renten og tilbød favorable lånefaciliteter med henblik på understøtte økonomien. Britiske indeksobligationer leverede det dårligste afkast, idet den britiske centralbank reagerede på stærke økonomiske nøgletal ved at varsle en snarlig stigning i den pengepolitiske rente. Samtidig skuffede inflationen i Storbritannien, og inflationsforventningerne på britiske indeksobligationer faldt.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,78 procentpoint højere end stigningen i benchmark.

Andelsklassens overvægt af amerikanske indeksobligationer mod en undervægt i engelske indeksobligationer var den væsentligste positive bidragsyder til merafkastet, mens en overvægt af korte franske indeksobligationer bidrog negativt til merafkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Andelsklassen investerer udelukkende i globale indeksobligationer med en høj kreditvurdering. Den største risiko er, at centralbankerne strammer pengepolitikken mere end markedsdeltagerne lige nu forventer, samtidig med at inflationen er lav. I det tilfælde vil indeksobligationer lide et kurstab samtidig med, at indeksreguleringen vil være lav.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til EUR
Fondskode: DK0060485282
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	13,9%
1-3 år	21,4%
3-5 år	18,9%
5-10 år	25,8%
Over 10 år	19,6%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,64
Standardafvigelse	4,89
Tracking error	0,75
Information Ratio	-0,48
Jensen Alpha	-0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	0,75
Standardafvigelse (benchm.)	4,63

Måleperiode: Sep. 2010 til jun. 2014

## GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKK. KL

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat, men tiltagende inflation i andet halvår som følge af et fortsat opsving i den globale økonomi. Vi forventer på denne baggrund, at inflationsforventningerne vil tiltage. Vi forventer, at globale indeksobligationer giver et lavt, men positivt afkast, der er lidt bedre end sammenlignelige almindelige statsobligationer i andet halvår. Markedsudviklingen er meget følsom overfor den førte pengepolitik og en for tidlig opstramning af pengepolitikken er derfor en vigtig risikofaktor i forhold til denne forventning.

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.

Andelsklassen er overvægtet i amerikanske indeksobligationer mod britiske indeksobligationer, da vi vurderer, at den britiske centralbank vil hæve den pengepolitiske rente inden for de førstkommande kvartaler, mens vi venter en mere lempelig pengepolitik fra den amerikanske centralbank. Porteføljen har desuden en overvægt af europæiske indeksobligationer knyttet til fransk inflation mod obligationer knyttet til euro inflation, da førstnævnte virker attraktivt prissat. Derudover har porteføljen en overvægt af den danske statsindeksobligation mod den tilsvarende tyske indeksobligation. De to obligationer har indregnet den samme forventede inflation, men vi forventer, at inflationen vil stige i Danmark før den stiger i Europa.

## GLOBALE LANGE INDEKSOBLIGATIONER – AKK. KL

Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### REAALIKORKO MAAILMA, OSUUSLAJI EUR H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	6.404	-11.976
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	303	206
Administrationsomkostninger	-382	-562
<b>Klassens resultat</b>	<b>6.324</b>	<b>-12.332</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	179.285	224.233
Emissioner i perioden	29	14.334
Indløsninger i perioden	-165.297	-17.102
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	330	120
Periodens resultat	6.324	-12.332
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>20.672</b>	<b>209.253</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	20.672	209.253
Antal andele	241.423	2.562.880
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	11,48	10,95
Afkast i EUR (pct)*]	6,21	-5,34
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	5,43	-4,82
Administrationsomk. (pct)*]	0,34	0,38

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



## GLOBALE MELLEMLANGE INDEKSobligationER

Investorerer i globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko 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

Afkastet fra afdelingens start den 11.6.2014 blev på 0,95 pct., mens afdelingens benchmark steg 0,81 pct. Afdelingens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var lidt højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Realrenterne faldt generelt i perioden. Amerikanske inflationsonstal overraskede positivt, hvilket fik inflationsforventningerne til at stige. Storbritannien var det eneste af de udviklede indeksobligationsmarkeder, der oplevede et negativt afkast i perioden, idet den britiske centralbankchef reagerede på stærke økonomiske nøgletal ved at varsle en snarlig stigning i den pengepolitiske rente, såfremt de gode nøgletal fortsætter. Samtidig skuffede inflationen i Storbritannien, og inflationsforventningerne på britiske indeksobligationer faldt.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,14 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Afdelingens overvægt af amerikanske indeksobligationer mod en undervægt i engelske indeksobligationer var den væsentligste positive bidragsyder til merafkastet, mens en undervægt af japanske indeksobligationer bidrog negativt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingen investerer udelukkende i globale indeksobligationer med en høj kreditvurdering. Den største risiko er, at centralbankerne strammer pengepolitikken mere end markedsdeltagerne lige nu forventer, samtidig med at inflationen er lav. I det tilfælde vil indeksobligationer lide et kurstab samtidig med at indeksreguleringen vil være lav.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat, men tiltagende inflation i andet halvår som følge af et fortsat opsving i den globale økonomi. Vi forventer på denne baggrund, at inflationsforventningerne vil tiltage. Vi forventer, at globale indeksobligationer giver et lavt, men positivt afkast, der er lidt bedre afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer i andet halvår. Markedsudviklingen er meget følsom over for den førte pengepolitik og en for tidlig opstramning af pengepolitikken er derfor en vigtig risikofaktor i forhold til denne forventning.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2014 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond 1-10Y Hedged to DKK
Fondskode: DK0060550523
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

USA	63,2%
Frankrig	19,0%
Storbritannien	8,5%
Danmark	4,0%
Tyskland	2,8%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

## GLOBALE MELLEMLANGE INDEKSobligationER



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. Afdelingen er overvægtet amerikanske indeksobligationer mod britiske indeksobligationer, da vi vurderer, at den britiske centralbank vil hæve den pengepolitiske rente inden for de førstkommande kvartaler, mens vi venter en mere lempelig pengepolitik fra den amerikanske centralbank.

Porteføljen har desuden en overvægt af europæiske indeksobligationer knyttet til fransk inflation mod obligationer knyttet til euroinflation, da førstnævnte virker attraktivt prissat. Derudover har porteføljen en overvægt af den danske statsindeksobligation mod den tilsvarende tyske indeksobligation. De to obligationer har indregnet den samme forventede inflation, men vi forventer, at inflationen vil stige i Danmark, før den stiger i Europa.

# GLOBALE MELLEMLANGE INDEKSOBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	11.6.-30.06.14
Renter og udbytter	144
Kursgevinster og tab	2.997
Administrationsomkostninger	-156
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>2.985</b>

BALANCE	30.06.14
<b>AKTIVER</b>	
Likvide midler 1]	7.261
Obligationer 1]	427.277
Afledte finansielle instrumenter	3.359
Andre aktiver	2.343
<b>Aktiver i alt</b>	<b>440.241</b>

<b>PASSIVER</b>	
Medlemmernes formue 2]	439.915
Afledte finansielle instrumenter	170
Anden gæld	156
<b>Passiver i alt</b>	<b>440.241</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,3
Øvrige finansielle instrumenter	8,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	11.6.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	436.084
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	846
Periodens resultat	2.985
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>439.915</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	439.915
Antal andele	4.357.862
Stykstørrelse i DKK	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,95
Afkast i DKK [pct]*]	0,95
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	0,81
Administrationsomk. [pct]*]	0,32
ÅOP	0,84

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

## GLOBALE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i euro eller afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 udenlandske obligationer med hovedvægten på virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteudviklingen for virksomheds- og kreditobligationer globalt. 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 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 konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav virksomhedsobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene. Kreditspænd dækker over renteforskellen til tilsvarende sikre statsobligationer med samme løbetid.

### 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 de største enkeltbidrag fra det franske forsikringselskab Groupama samt den engelske bank Barclays. Banker bidrog ligeledes positivt på papirvalget.

### 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 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.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2000
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indekset er hedget til DKK
Fondskode: DK0016075294
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	12,2%
1-3 år	27,2%
3-5 år	24,4%
5-10 år	34,2%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,50
Standardafvigelse	5,20
Tracking error	1,41
Information Ratio	1,16
Jensen Alpha	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	1,44
Standardafvigelse (benchm.)	4,30

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## GLOBALE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

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 investorernes risikoaversion end almindelige ikke-efterstillede obligationer, vil en større stigning i investorernes 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 beskeden 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.

# GLOBALE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	55.896	66.567
Kursgevinster og tab	105.721	-35.942
Administrationsomkostninger	-14.435	-16.738
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>147.181</b>	<b>13.888</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	54.462	119.750
Obligationer 1]	2.693.663	2.786.151
Afledte finansielle instrumenter	1.886	2.778
Andre aktiver	45.592	57.907
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.795.602</b>	<b>2.966.586</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.782.550	2.946.456
Afledte finansielle instrumenter	0	8.204
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10.773	5.228
Anden gæld	2.279	6.699
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.795.602</b>	<b>2.966.586</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	96,1
Øvrige finansielle instrumenter	2,0	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	2.946.456	3.506.458
Udløsdning fra sidste år	-187.069	-155.250
Emissioner i perioden	107.471	79.649
Indløsninger i perioden	-231.991	-320.795
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	501	1.099
Periodens resultat	147.181	13.888
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.782.550</b>	<b>3.125.048</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.782.550	3.125.048
Antal andele	26.843.494	30.924.617
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,66	101,05
Afkast i DKK [pct]*]	5,20	0,33
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	4,70	0,05
Administrationsomk. [pct]*]	0,50	0,50
ÅOP	1,21	1,26

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

## HORISONT PENSION 2020 – AKKUMULERENDE KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2020, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 192.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 193-195.

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

## HORISONT PENSION 2020 - AKKUMULERENDE KL

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Renter og udbytter	4	10
Kursgevinster og tab	12.029	5.452
Administrationsomkostninger	-191	-1.007
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>11.842</b>	<b>4.454</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	2.819	3.497
Kapitalandele 1]	321.362	311.277
Mellemværende vedr. handelsafvikling	655	1.189
Andre aktiver	4	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>324.840</b>	<b>315.963</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	324.818	315.909
Anden gæld	22	53
<b>Passiver i alt</b>	<b>324.840</b>	<b>315.963</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	69,6	70,8
Øvrige finansielle instrumenter	30,4	29,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	315.909	0
Emissioner i perioden	8.228	320.639
Indløsninger i perioden	-11.161	-9.183
Periodens resultat	11.842	4.454
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>324.818</b>	<b>315.909</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	324.818	315.909

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



## HORISONT PENSION 2020 – AKKUMULERENDE KL

Horisont Pension 2020, klasse SEK, 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 aktier og obligationer herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,42 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 7,03 pct. målt i SEK. Andelsklassens 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

Efter et sløjt første kvartal tiltog global vækst i andet kvartal. I USA kom beskæftigelsesvæksten stærkt tilbage, og økonomien genererer nu mere end 200.000 nye job pr. måned. Ligeledes signalerede erhvervstilliden, at den svage udvikling i første kvartal overvejende skyldtes midlertidige faktorer såsom lageropbygning i sidste halvår af 2013 og koldere vejr end normalt. Vi vurderer, at økonomien nu igen vokser omkring tre pct. annualiseret. Strammingskursen i Kina, som nedbragte væksten i første kvartal, blev indstillet, hvilket gav økonomien mulighed for igen at vokse hurtigere. Det kunne aflæses i kreditvæksten, som stagnerede i løbet af andet kvartal, men også realøkonomien reagerede, idet erhvervstilliden igen begyndte at stige.

Den lempelige pengepolitik i USA og Europa betød, at de lange renter ikke fulgte med op igen i takt med, at global økonomi viste styrke. Den region, som fik mest gavn af udviklingen i pengepolitikken og den globale økonomi, var de nye markeder, som leverede solide afkast, hvad enten vi taler obligationer eller aktier.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,39 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Andelsklassens absolutte afkast nød godt af de positive udvikling på de finansielle markeder, og samtlige aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens absolutte afkast.

Det største afkast bidrag til andelsklassens afkast kom fra andelsklassens beholdning i svenske aktier. Endvidere bidrog andelsklassens allokering til amerikanske aktier og nye markeder-aktier samt kreditobligationer betydeligt til andelsklassens absolutte afkast.

Andelsklassens relative afkastudvikling mod benchmark for halvåret blev positivt påvirket af en overvægt af aktier og kreditobligationer i forhold til benchmark. Samtidig havde

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2013

Risikoindeksator (1-7): 4

Benchmark: 20,4% SIXPRX, 30,6% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 39% OMRX Total

Fondskode: DK0060506897

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	26,9%
Udenlandske akt.	72,3%
Øvrige inkl. likvide	0,8%

## HORISONT PENSION 2020 – AKKUMULERENDE KL

den svenske aktiekomponent et højere afkast end dets benchmark. Ligeledes bidrog en overvægt af aktier fra nye markeder og en undervægt af japanske aktier positivt til andelsklassens relative afkast i forhold til benchmark.

Negative bidrag til andelsklassens relative udvikling mod benchmark skyldes primært, at den underliggende eksponering mod europæiske aktier genererede et lavere afkast end det respektive benchmark, samt at andelsklassen havde en undervægt af amerikanske aktier i forhold til benchmark. Ligeledes bidrog en lavere rentefølsomhed for obligationskomponenten negativt til andelsklassens relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår af 2014 har andelsklassen investeret ca. 53 pct. af formuen i aktier, ca. 10 procent af formuen er investeret i virksomhedsobligationer og ca. 7 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer fra nye markeder. Den resterende del af andelsklassens formue er investeret i real- og statsobligationer samt globale indeksobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men andelsklassen er ligeledes eksponeret mod udviklingen i kreditspændet samt renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet i resten af 2014 er, at den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Skuffer væksten derimod, vurderer vi, at specielt aktier kan blive negativt påvirket, hvilket vil have en markant indflydelse på afkastet i andelsklassen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Overordnet set forventer vi, at global vækst holder sig på de nuværende niveauer. Det sker i et miljø, hvor pengepolitikken vil forblive yderst lempelig, hvilket samlet set skaber grundlag for, at risikable aktiver kan levere moderat positive afkast resten af året. Derfor fastholder vi et relativt højt risikoniveau i andelsklassen. Vi overvejer imidlertid at reducere risikoen yderligere fra det nuværende niveau, fordi global vækst ikke forventes at tiltage yderligere.

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 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.

## HORISONT PENSION 2020 – AKKUMULERENDE KL

Horisont Pension 2020, klass SEK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### HORISONT PENSION 2020, KLASSE SEK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	12.003	5.476
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-162	-1.022
<b>Klassens resultat</b>	<b>11.842</b>	<b>4.454</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	315.909	0
Emissioner i perioden	8.228	320.639
Indløsninger i perioden	-11.161	-9.183
Periodens resultat	11.842	4.454
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>324.818</b>	<b>315.909</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	324.818	315.909
Antal andele	3.572.846	3.606.675
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	111,62	103,91
Afkast i SEK [pct]*]	7,42	3,91
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	7,03	3,73
Administrationsomk. [pct]*]	0,59	1,21

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

## HORISONT PENSION 2030 – AKKUMULERENDE KL



Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2030, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 197.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 198-200.

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

# HORISONT PENSION 2030- AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Renter og udbytter	5	12
Kursgevinster og tab	21.794	12.444
Administrationsomkostninger	-211	-1.426
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>21.588</b>	<b>11.029</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	4.389	3.474
Kapitalandele 1]	403.823	383.821
Mellemværende vedr. handelsafvikling	880	1.229
Andre aktiver	5	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>409.098</b>	<b>388.524</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	409.068	388.477
Anden gæld	30	47
<b>Passiver i alt</b>	<b>409.098</b>	<b>388.524</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	72,4	73,5
Øvrige finansielle instrumenter	27,6	26,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	388.477	0
Emissioner i perioden	12.933	388.269
Indløsninger i perioden	-13.930	-10.821
Periodens resultat	21.588	11.029
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>409.068</b>	<b>388.477</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	409.068	388.477

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

## HORISONT PENSION 2030 – AKKUMULERENDE KL

Horisont Pension 2030, klass SEK, 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 aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 5 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 9,31 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 8,86 pct. målt i SEK. Andelsklassens 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

Efter et sløjt første kvartal tiltog global vækst i andet kvartal. I USA kom beskæftigelsesvæksten stærkt tilbage, og økonomien genererer nu mere end 200.000 nye job pr. måned. Ligeledes signalerede erhvervstilliden, at den svage udvikling i første kvartal overvejende skyldtes midlertidige faktorer såsom lageropbygning i sidste halvår af 2013 og koldere vejr end normalt. Vi vurderer, at økonomien nu igen vokser omkring tre pct. annualiseret. Strammingskursen i Kina, som nedbragte væksten i første kvartal, blev indstillet, hvilket gav økonomien mulighed for igen at vokse hurtigere. Det kunne aflæses i kreditvæksten, som stagnerede i løbet af andet kvartal, men også realøkonomien reagerede, idet erhvervstilliden igen begyndte at stige.

Den lempelige pengepolitik i USA og Europa betød, at de lange renter ikke fulgte med op igen i takt med, at global økonomi viste styrke. Den region, som fik mest gavn af udviklingen i pengepolitikken og den globale økonomi, var de nye markeder, som leverede solide afkast, hvad enten vi taler obligationer eller aktier.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,45 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Andelsklassens absolutte afkast nød godt af de positive udvikling på de finansielle markeder, og samtlige aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens absolutte afkast.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2013

Risikoindeksator (1-7): 5

Benchmark: 30% SIXPRX, 45% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 15% OMRX Total

Fondskode: DK0060506970

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	15,5%
Udenlandske akt.	83,4%
Øvrige inkl. likvide	1,1%

## HORISONT PENSION 2030 – AKKUMULERENDE KL

Det største afkast bidrag til andelsklassens afkast kom fra andelsklassens beholdning i svenske aktier. Endvidere bidrog andelsklassens allokering til amerikanske aktier og nye markeder-aktier samt kreditobligationer betydeligt til andelsklassens absolutte afkast.

Andelsklassens relative afkastudvikling mod benchmark for halvåret blev positivt påvirket af en overvægt af aktier og kreditobligationer i forhold til benchmark. Samtidig havde den svenske aktiekomponent et højere afkast end dets benchmark. Ligeledes bidrog en overvægt af aktier fra nye markeder og en undervægt af japanske aktier positivt til andelsklassens relative afkast i forhold til benchmark.

Negative bidrag til andelsklassens relative udvikling mod benchmark skyldes primært, at den underliggende eksponering mod europæiske aktier genererede et lavere afkast end det respektive benchmark, samt at andelsklassen havde en undervægt af amerikanske aktier i forhold til benchmark. Ligeledes bidrog en lavere rentefølsomhed for obligationskomponenten negativt til andelsklassens relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår af 2014 har andelsklasseen investeret ca. 80 pct. af formuen i aktier, ca. 8 pct. af formuen er investeret i virksomhedsobligationer og ca. 7 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer fra nye markeder. Den resterende del af andelsklassens formue er investeret i real- og statsobligationer samt globale indeksobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men andelsklasseen er ligeledes eksponeret mod udviklingen i kreditspændet samt den renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet i resten af 2014 er, hvis den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Skuffer væksten derimod, vurderer vi, at specielt aktier kan blive negativt påvirket, hvilket vil have en markant indflydelse på afkastet i andelsklasseen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Overordnet set forventer vi, at global vækst holder sig på de nuværende niveauer. Det sker i et miljø, hvor pengepolitikken vil forblive yderst lempelig, hvilket samlet set skaber grundlag for, at risikable aktiver kan levere moderat positive afkast resten af året. Derfor fastholder vi et relativt højt risikoniveau i andelsklassen. Vi overvejer imidlertid at reducere risikoen yderligere fra det nuværende niveau, fordi global vækst ikke forventes at tiltage yderligere.

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 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.

## HORISONT PENSION 2030 – AKKUMULERENDE KL

Horisont Pension 2030, klass SEK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### HORISONT PENSION 2030, KLASSE SEK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	21.765	12.480
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-176	-1.451
<b>Klassens resultat</b>	<b>21.588</b>	<b>11.029</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	388.477	0
Emissioner i perioden	12.933	388.269
Indløsninger i perioden	-13.930	-10.821
Periodens resultat	21.588	11.029
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>409.068</b>	<b>388.477</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	409.068	388.477
Antal andele	4.358.045	4.370.997
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	115,24	105,43
Afkast i SEK [pct]*]	9,31	5,43
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	8,86	4,90
Administrationsomk. [pct]*]	0,69	1,39

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



## HORISONT PENSION 2040 – AKKUMULERENDE KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2040, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 202.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 203-205.

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

# HORISONT PENSION 2040 - AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Renter og udbytter	3	6
Kursgevinster og tab	10.462	5.909
Administrationsomkostninger	-106	-695
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>10.359</b>	<b>5.220</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.951	2.731
Kapitalandele 1]	194.519	182.118
Mellemværende vedr. handelsafvikling	985	1.069
Andre aktiver	3	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>197.458</b>	<b>185.917</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	197.443	185.893
Anden gæld	15	24
<b>Passiver i alt</b>	<b>197.458</b>	<b>185.917</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	72,3	73,2
Øvrige finansielle instrumenter	27,7	26,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	185.893	0
Emissioner i perioden	10.300	186.143
Indløsninger i perioden	-9.110	-5.470
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1	0
Periodens resultat	10.359	5.220
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>197.443</b>	<b>185.893</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	197.443	185.893

\*1) Afdelingen er opdelt i andelsklasser, hvorfor en række af nøgletallene herefter vises under de enkelte klasser.

## HORISONT PENSION 2040 – AKKUMULERENDE KL

Horisont Pension 2040, klasse SEK, 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 aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 5 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 9,33 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 8,86 pct. målt i SEK. Andelsklassens 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

Efter et sløjt første kvartal tiltog global vækst i andet kvartal. I USA kom beskæftigelsesvæksten stærkt tilbage, og økonomien genererer nu mere end 200.000 nye job pr. måned. Ligeledes signalerede erhvervstilliden, at den svage udvikling i første kvartal overvejende skyldtes midlertidige faktorer såsom lageropbygning i sidste halvår af 2013 og koldere vejr end normalt. Vi vurderer, at økonomien nu igen vokser omkring tre pct. annualiseret. Strammingskursen i Kina, som nedbragte væksten i første kvartal, blev indstillet, hvilket gav økonomien mulighed for igen at vokse hurtigere. Det kunne aflæses i kreditvæksten, som stagnerede i løbet af andet kvartal, men også realøkonomien reagerede, idet erhvervstilliden igen begyndte at stige.

Den lempelige pengepolitik i USA og Europa betød, at de lange renter ikke fulgte med op igen i takt med, at global økonomi viste styrke. Den region, som fik mest gavn af udviklingen i pengepolitikken og den globale økonomi, var de nye markeder, som leverede solide afkast, hvad enten vi taler obligationer eller aktier.

### Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,47 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Andelsklassens absolutte afkast nød godt af de positive udvikling på de finansielle markeder, og samtlige aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens absolutte afkast.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2013

Risikoindeksator (1-7): 5

Benchmark: 30% SIXPRX, 45% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 15% OMRX Total

Fondskode: DK0060507002

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	15,9%
Udenlandske akt.	83,1%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

## HORISONT PENSION 2040 – AKKUMULERENDE KL

Det største afkast bidrag til andelsklassens afkast kom fra andelsklassens beholdning i svenske aktier. Endvidere bidrog andelsklassens allokering til amerikanske aktier og nye markeder-aktier samt kreditobligationer betydeligt til andelsklassens absolutte afkast.

Andelsklassens relative afkastudvikling mod benchmark for halvåret blev positivt påvirket af en overvægt af aktier og kreditobligationer i forhold til benchmark. Samtidig havde den svenske aktiekomponent et højere afkast end dets benchmark. Ligeledes bidrog en overvægt af aktier fra nye markeder og en undervægt af japanske aktier positivt til andelsklassens relative afkast i forhold til benchmark.

Negative bidrag til andelsklassens relative udvikling mod benchmark skyldes primært, at den underliggende eksponering mod europæiske aktier genererede et lavere afkast end det respektive benchmark, samt at andelsklassen havde en undervægt af amerikanske aktier i forhold til benchmark. Ligeledes bidrog en lavere rentefølsomhed for obligationskomponenten negativt til andelsklassens relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår af 2014 har andelsklassen investeret ca. 80 pct. af formuen i aktier, ca. 8 pct. af formuen er investeret i virksomhedsobligationer, og ca. 7 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer fra nye markeder. Den resterende del af andelsklassens formue er investeret i real- og statsobligationer samt globale indeksobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men andelsklassen er ligeledes eksponeret mod udviklingen i kreditspændet samt den renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet i resten af 2014 er, hvis den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Skuffer væksten derimod, vurderer vi, at specielt aktier kan blive negativt påvirket, hvilket vil have en markant indflydelse på afkastet i andelsklassen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Overordnet set forventer vi, at global vækst holder sig på de nuværende niveauer. Det sker i et miljø, hvor pengepolitikken vil forblive yderst lempelig, hvilket samlet set skaber grundlag for, at risikable aktiver kan levere moderat positive afkast resten af året. Derfor fastholder vi et relativt højt risikoniveau i andelsklassen. Vi overvejer imidlertid at reducere risikoen yderligere fra det nuværende niveau, fordi global vækst ikke forventes at tiltage yderligere.

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 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 vækstudsigtter.

# HORISONT PENSION 2040 – AKKUMULERENDE KL

Horisont Pension 2040, klass SEK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### HORISONT PENSION 2040, KLASSE SEK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	10.447	5.924
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-88	-705
<b>Klassens resultat</b>	<b>10.359</b>	<b>5.220</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	185.893	0
Emissioner i perioden	10.300	186.143
Indløsninger i perioden	-9.110	-5.470
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1	0
Periodens resultat	10.359	5.220
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>197.443</b>	<b>185.893</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	197.443	185.893
Antal andele	2.103.428	2.092.025
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	115,25	105,41
Afkast i SEK (pct)*]	9,33	5,41
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	8,86	4,90
Administrationsomk. (pct)*]	0,69	1,39

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

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Investerer fortrinsvis i obligationer herunder virksomhedsobligationer samt statsobligationer i emerging markets-lande. En mindre del kan investeres i aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast. Afdelingen er aktiv styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Horisont Rente Pluss, klasse NOK
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK I
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 207.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 208-216.

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

# HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 NOK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	8.10.-31.12.13
Renter og udbytter	50.388	8.756
Kursgevinster og tab	108.853	8.930
Administrationsomkostninger	-8.025	-2.529
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>151.217</b>	<b>15.157</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	294.346	167.921
Obligationer 1]	4.735.963	1.815.241
Kapitalandele 1]	1.475.992	594.752
Andre aktiver	24.841	10.749
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.531.143</b>	<b>2.588.663</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	6.374.186	2.531.408
Mellemværende vedr. handelsafvikling	155.217	55.829
Anden gæld	1.740	1.426
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.531.143</b>	<b>2.588.663</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	84,0	84,2
Øvrige finansielle instrumenter	16,0	15,8
<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	2.531.408	0
Emissioner i perioden	4.973.664	2.575.609
Indløsninger i perioden	-1.285.650	-61.102
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.546	1.745
Periodens resultat	151.217	15.157
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>6.374.186</b>	<b>2.531.408</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	8.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.NOK)	6.374.186	2.531.408

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

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Horisont Rente Plus, klasse NOK, 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 fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af nye markeder-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter. Dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, 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 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,33 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 2,52 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet faldende renter

og lavere rentespænd. Rentespænd udtrykker renteforskellen mellem traditionelle statsobligationer og andre obligatortyper udstedt i samme valuta og med samme løbetid

### Markedet

Ved indgangen til 2014 forventede investorerne globalt set en stabil start på året med positive vækstudsigter, hvilket ville være ensbetydende med stigende aktiekurser og stigende renter. Udsvingene på markederne blev dog større end forventet, da global økonomi kortvarigt oplevede en afmatning drevet skuffende nøgletal fra USA, ligesom Kinas vækst fortsatte med at falde. Det satte yderligere fokus på nogle af de mest udsatte økonomier, og især de nye markeder blev hårdt ramt, blandt andet påvirket af uroen mellem Ukraine og Rusland. Som den eneste af de store regioner fortsatte Europa de pæne økonomiske takter i første kvartal og overraskede positivt med stabil vækst og fortsat faldende renter i Sydeuropa. Efter et sløjt første kvartal tiltog global vækst dog igen i andet kvartal. Især USA kom stærkt tilbage på sporet, og den svage udvikling i første kvartal så ud til overvejende at skyldtes midlertidige faktorer såsom lageropbygning i sidste halvår af 2013 og koldere vejr end normalt.

Norske renter viste længe en flad til svagt stigende udvikling i første halvår, men faldt betydeligt i løbet af juni. Især de lange renter faldt markant, og faldet var i hovedsagelig drevet af ECB's rentesænkning i begyndelsen af juni og ikke mindst af Norges Bank's forventning medio juni om lavere renter. Samtidig har norsk økonomi også vist svaghedstegn.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,81 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet blev drevet af både norske obligationer og internationale obligationer. Andelsklassens beholdning af norske obligationer klarede sig bedre end benchmark først og fremmest på grund af en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et højere afkast end statsobligationer i perioden.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindeksator (1-7): 4

Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.

Fondskode: DK0060506624

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	60,6%
1-3 år	12,0%
3-5 år	11,1%
5-10 år	8,8%
Øvrige inkl. likvide	7,5%



## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassen har gennem halvåret haft en overvægt af internationale kreditobligationer, der ligeledes har bidraget væsentligt til merafkastet. Inden for kreditobligationer var der desuden positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder samt positivt bidrag fra investeringer i europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering. Der var negative bidrag fra beholdningen af nordiske virksomhedsobligationer.

Frem mod slutningen af halvåret er andelen af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering reduceret løbende, mens andelen af norske obligationer og obligationer fra nye markeder er øget tilsvarende. Beholdningen af aktier er uændret i perioden.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår af 2014 har andelsklassen investeret 20 pct. af beholdningen i udenlandske obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

En væsentlig risiko for afkastet i resten af 2014 er, at den globale vækst overrasker markant – både i positiv og negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Det norske renteniveau er stadig, set i et historisk perspektiv, meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Norge vil derfor have stor betydning for afkastet i resten af 2014.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder fortsat vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at fortsætte i niveauet tre pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder. Endelig står Europa over for en fase, hvor den private sektor i højere grad ventes at drive væksten. Bliver vores forventninger til global økonomi indfriet, kan det give stigende renter, men det bør samlet set være positivt for afkastet på kreditobligationer, og vi mener, at der er potentiale til et højere afkast end på norske obligationer. Vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau og har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder.

Vi mener ikke, udsigterne for norsk økonomi er så dårlige som både Norges Bank og det norske rentemarkedet giver udtryk for. Vi har fortsat forventninger om, at norske kreditobligationer frem for statsobligationer er godt betalt i forhold til risikoen.

En hurtigere end ventet forbedring af økonomien og deraf følgende markante rentestigninger vil være negativt for afkastet, og vi forventer derfor at fastholde en lavere rentefølsomhed i forhold til benchmark.

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.

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Horisont Rente Pluss, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	8.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	37.760	9.497
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-2.523	-1.497
<b>Klassens resultat</b>	<b>35.237</b>	<b>8.000</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	8.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	1.055.099	0
Emissioner i perioden	818.647	1.071.352
Indløsninger i perioden	-759.026	-24.761
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	655	507
Periodens resultat	35.237	8.000
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.150.611</b>	<b>1.055.099</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	8.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.NOK)	1.150.611	1.055.099
Antal andele	11.021.674	10.443.480
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	104,39	101,03
Afkast i NOK (pct)*]	3,33	1,03
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	2,52	1,06
Administrationsomk. (pct)*]	0,36	0,72

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

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Horisont Rente Plus, klasse NOK 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

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af nye markeder-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter. Dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, 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 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,42 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 2,52 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet faldende renter

og lavere rentespænd. Rentespænd udtrykker renteforskellen mellem traditionelle statsobligationer og andre obligatortyper udstedt i samme valuta og med samme løbetid

### Markedet

Ved indgangen til 2014 forventede investorerne globalt set en stabil start på året med positive vækstudsigter, hvilket ville være ensbetydende med stigende aktiekurser og stigende renter. Udsvingene på markederne blev dog større end forventet, da global økonomi kortvarigt oplevede en afmatning drevet skuffende nøgletal fra USA, ligesom Kinas vækst fortsatte med at falde. Det satte yderligere fokus på nogle af de mest udsatte økonomier, og især de nye markeder blev hårdt ramt, blandt andet påvirket af uroen mellem Ukraine og Rusland. Som den eneste af de store regioner fortsatte Europa de pæne økonomiske takter i første kvartal og overraskede positivt med stabil vækst og fortsat faldende renter i Sydeuropa. Efter et sløjt første kvartal tiltog global vækst dog igen i andet kvartal. Især USA kom stærkt tilbage på sporet, og den svage udvikling i første kvartal så ud til overvejende at skyldtes midlertidige faktorer såsom lageropbygning i sidste halvår af 2013 og koldere vejr end normalt.

Norske renter viste længe en flad til svagt stigende udvikling i første halvår, men faldt betydeligt i løbet af juni. Især de lange renter faldt markant, og faldet var i hovedsagelig drevet af ECB's rentesænkning i begyndelsen af juni og ikke mindst af Norges Bank's forventning medio juni om lavere renter. Samtidig har norsk økonomi også vist svaghedstegn.

### Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,90 procentpoint højere end stigningen i benchmark.

Merafkastet blev drevet af både norske obligationer og internationale obligationer. Andelsklassens beholdning af norske obligationer klarede sig bedre end benchmark først og fremmest på grund af en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et højere afkast end statsobligationer i perioden.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindeksator (1-7): 4

Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.

Fondskode: DK0060517829

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	60,6%
1-3 år	12,0%
3-5 år	11,1%
5-10 år	8,8%
Øvrige inkl. likvide	7,5%

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassen har gennem halvåret haft en overvægt af internationale kreditobligationer, der ligeledes har bidraget væsentligt til merafkastet. Inden for kreditobligationer var der desuden positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder samt positivt bidrag fra investeringer i europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering. Der var negative bidrag fra beholdningen af nordiske virksomhedsobligationer.

Frem mod slutningen af halvåret er andelen af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering reduceret løbende, mens andelen af norske obligationer og obligationer fra nye markeder er øget tilsvarende. Beholdningen af aktier er uændret i perioden.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår af 2014 har andelsklassen investeret 20 pct. af beholdningen i udenlandske obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

En væsentlig risiko for afkastet i resten af 2014 er, at den globale vækst overrasker markant – både i positiv og negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Det norske renteniveau er stadig, set i et historisk perspektiv, meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Norge vil derfor have stor betydning for afkastet i resten af 2014.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder fortsat vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at fortsætte i niveauet tre pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder. Endelig står Europa over for en fase, hvor den private sektor i højere grad ventes at drive væksten. Bliver vores forventninger til global økonomi indfriet, kan det give stigende renter, men det bør samlet set være positivt for afkastet på kreditobligationer, og vi mener, at der er potentiale til et højere afkast end på norske obligationer. Vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau og har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder.

Vi mener ikke, udsigterne for norsk økonomi er så dårlige som både Norges Bank og det norske rentemarkedet giver udtryk for. Vi har fortsat forventninger om, at norske kreditobligationer frem for statsobligationer er godt betalt i forhold til risikoen.

En hurtigere end ventet forbedring af økonomien og deraf følgende markante rentestigninger vil være negativt for afkastet, og vi forventer derfor at fastholde en lavere rentefølsomhed i forhold til benchmark.

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.

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Horisont Rente Pluss, klasse NOK I, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK I

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	22.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	108.000	6.494
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-4.726	-941
<b>Klassens resultat</b>	<b>103.274</b>	<b>6.817</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	22.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	1.203.605	0
Emissioner i perioden	3.726.462	1.232.082
Indløsninger i perioden	-438.172	-36.287
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.607	994
Periodens resultat	103.274	6.817
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.597.776</b>	<b>1.203.605</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	22.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.NOK)	4.597.776	1.203.605
Antal andele	44.100.925	11.939.843
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	104,26	100,81
Afkast i NOK (pct)*]	3,42	0,80
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	2,52	0,67
Administrationsomk. (pct)*]	0,29	0,56

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

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Horisont Rente Plus, 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 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 fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af nye markeder-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter. Dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, 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 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,42 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 2,52 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive afkast grundet faldende renter

og lavere rentespænd. Rentespænd udtrykker renteforskellen mellem traditionelle statsobligationer og andre obligatinstyper udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

### Markedet

Ved indgangen til 2014 forventede investorerne globalt set en stabil start på året med positive vækstudsigter, hvilket ville være ensbetydende med stigende aktiekurser og stigende renter. Udsvingene på markederne blev dog større end forventet, da global økonomi kortvarigt oplevede en afmatning drevet skuffende nøgletal fra USA, ligesom Kinas vækst fortsatte med at falde. Det satte yderligere fokus på nogle af de mest udsatte økonomier, og især de nye markeder blev hårdt ramt, blandt andet påvirket af uroen mellem Ukraine og Rusland. Som den eneste af de store regioner fortsatte Europa de pæne økonomiske takter i første kvartal og overraskede positivt med stabil vækst og fortsat faldende renter i Sydeuropa. Efter et sløjt første kvartal tiltog global vækst dog igen i andet kvartal. Især USA kom stærkt tilbage på sporet, og den svage udvikling i første kvartal så ud til overvejende at skyldtes midlertidige faktorer såsom lageropbygning i sidste halvår af 2013 og koldere vejr end normalt.

Norske renter viste længe en flad til svagt stigende udvikling i første halvår, men faldt betydeligt i løbet af juni. Især de lange renter faldt markant, og faldet var i hovedsagelig drevet af ECB's rentesænkning i begyndelsen af juni og ikke mindst af Norges Bank's forventning medio juni om lavere renter. Samtidig har norsk økonomi også vist svaghestegn.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,90 procentpoint højere end stigningen i benchmark.

Merafkastet blev drevet af både norske obligationer og internationale obligationer. Andelsklassens beholdning af norske obligationer klarede sig bedre end benchmark først og fremmest på grund af en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et højere afkast end statsobligationer i perioden.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.
Fondskode: DK0060517902
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	60,6%
1-3 år	12,0%
3-5 år	11,1%
5-10 år	8,8%
Øvrige inkl. likvide	7,5%

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Andelsklassen har gennem halvåret haft en overvægt af internationale kreditobligationer, der ligeledes har bidraget væsentligt til merafkastet. Inden for kreditobligationer var der desuden positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder samt positivt bidrag fra investeringer i europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering. Der var negative bidrag fra beholdningen af nordiske virksomhedsobligationer.

Frem mod slutningen af halvåret er andelen af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering reduceret løbende, mens andelen af norske obligationer og obligationer fra nye markeder er øget tilsvarende. Beholdningen af aktier er uændret i perioden.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår af 2014 har andelsklassen investeret 20 pct. af beholdningen i udenlandske obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

En væsentlig risiko for afkastet i resten af 2014 er, at den globale vækst overrasker markant – både i positiv og negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Det norske renteniveau er stadig, set i et historisk perspektiv, meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Norge vil derfor have stor betydning for afkastet i resten af 2014.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder fortsat vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at fortsætte i niveauet tre pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder. Endelig står Europa over for en fase, hvor den private sektor i højere grad ventes at drive væksten. Bliver vores forventninger til global økonomi indfriet, kan det give stigende renter, men det bør samlet set være positivt for afkastet på kreditobligationer, og vi mener, at der er potentiale til et højere afkast end på norske obligationer. Vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau og har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder.

Vi mener ikke, udsigterne for norsk økonomi er så dårlige som både Norges Bank og det norske rentemarkedet giver udtryk for. Vi har fortsat forventninger om, at norske kreditobligationer frem for statsobligationer er godt betalt i forhold til risikoen.

En hurtigere end ventet forbedring af økonomien og deraf følgende markante rentestigninger vil være negativt for afkastet, og vi forventer derfor at fastholde en lavere rentefølsomhed i forhold til benchmark.

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.

## HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Horisont Rente Pluss, klasse NOK W, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

### NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSENE I 1.000 NOK.

#### HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK W

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	22.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	13.340	413
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-634	-74
<b>Klassens resultat</b>	<b>12.706</b>	<b>340</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	22.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	272.704	0
Emissioner i perioden	428.555	272.174
Indløsninger i perioden	-88.451	-55
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	284	244
Periodens resultat	12.706	340
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>625.799</b>	<b>272.704</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	22.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.NOK)	625.799	272.704
Antal andele	6.001.647	2.704.794
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	104,27	100,82
Afkast i NOK (pct)*]	3,42	0,82
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	2,52	0,67
Administrationsomk. (pct)*]	0,30	0,58

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



## JAPAN

Investerer i japanske 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 ne- denfor. 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 japanske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på japan- ske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består ho- vedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eks- ponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og 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 risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2014 et afkast på 1,65 pct., mens benchmark steg 1,26 pct. Afdelingens afkast var så- ledes 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 Europæi- ske Centralbank.

### Markedet

I første halvår af 2014 faldt MSCI Japan-indekset (inkl. nettoudbytte) 3,0 pct. målt i yen. Tokyo-børsen klarede sig dårligere end andre børser i første kvartal. Det var der flere grunde til: dels tog udenlandske investorers gevinst hjem på deres aktier efter den kraftige stigninger i slutningen af 2013, dels var der en manglende investeringslyst forud for forbrugsafgiftsforhøjelsen. Dertil var der skuffelse over pre- mierminister Abes økonomiske program, som ikke levede op til, hvad markederne havde forventet. Markedet mistede tiltroen til vækststrategien, i lyset af forsinkede lovreformer og den mislykkede gennemførelse af frihandelsaftaler. Men udsigten til selskabs-skattelettelser og regeringens pensi- onsreform – begge dele som led i opdateringen af vækst- strategien – betød efterfølgende, at markedet begyndte at indhente det tabte terræn. Det japanske marked blev også understøttet af det amerikanske markeds medvind på bag- grund af stærke nøgletal.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,39 procentpoint højere end ændrin- gen i benchmark. Sektorvalget havde en negativ indvirkning på grund af negative bidrag fra overvægten af finans og un- dervægten af konsumentvarer. Der var en gradvist reduktion i risikovillighed på Tokyo-børsen i første kvartal 2014. Det betød, at finansrelaterede sektorer som ejendomme og bank oplevede kraftige fald, mens defensive sektorer som konsu- mentvarer klarede sig relativt godt.

Papirvalget havde en positiv effekt på grund af positive bi- drag fra telekommunikation og finans, mens forbrugsgoder påvirkede afkastet negativt.

De primære positive bidragsydere var henholdsvis Minebea i den industrielle sektor, Seiko Epson i IT og NTT in tele- kommunikation, mens Mazda Motor i forbrugsgoder, JFE Holdings i materialer og Sumitomo Realty & Development i finans bidrog negativt.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1997
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015971675
Porteføljeradgiver: DAIWA SB Investments (UK) Ltd.

### BRANCHEFORDELING

Industri	23,9%
Finans	23,4%
Forbrugsgoder	19,3%
Informationsteknologi	11,1%
Telekommunikationsserv	5,7%
Øvrige inkl. likvide	16,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,43
Standardafvigelse	13,85
Tracking error	2,12
Information Ratio	-0,43
Jensen Alpha	-0,06
Sharpe Ratio (benchm.)	0,51
Standardafvigelse (benchm.)	13,58
Active share	62,94

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## JAPAN

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Efter vores opfattelse er den største risiko, det japanske marked står over for, et større fald i opbakningen til premierminister Abes regering. Vi positionerer porteføljen til at give et højere afkast end benchmark i et stigende marked, idet vi forventer, at det japanske marked vil fortsætte med at stige i andet halvår. I den seneste meningsmåling lå opbakningen til premierminister Abes regering på 50 pct. Vi ser positivt på opdateringen af vækststrategien, som tager fat i landbrugs-, sundheds- og arbejdsmarkedsreformer. For at kunne gennemføre strukturreformerne er det afgørende for premierministeren, at hans regering nyder stor opbakning.

En anden risiko, som kan påvirke de relative resultater, er den kraftige globale økonomiske opbremsning som følge af geopolitisk uro i Mellemøsten, det Sydkinesiske Hav og Ukraine. På porteføljeniveau fokuserer vi fortsat på aktier og sektorer, der er følsomme over for japansk økonomi. Vores overvægt i finanssektoren kan blive negativt påvirket, hvis globale investorer bliver mindre risikovillige.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer en stigning i det japanske marked drevet af en forøgelse af virksomhedernes indtjening på kort sigt og forbedret egenkapitalforrentning på mellemlang til lang sigt. Vi forventer tocifret indtjeningsvækst for helåret 2014. Forventningen om den forbedrede egenkapitalforrentning er

baseret på flere observationer: Stigende tilbagekøb af aktier, stigende udbytter og implementering af lovgivning, som gør det muligt for selskaber at lægge større vægt på at skabe værdi for aktionærene end hidtil. Disse faktorer i kombination med stigende aktivitet blandt institutionelle investorer samt virksomheders ansættelse af eksterne bestyrelsesmedlemmer vil skabe et bedre grundlag for øgede afkast til aktionærene.

I lyset af det kraftige opsving i japansk økonomi har vi fortsat fokus på sektorer, som er følsomme over for indenlandsk efterspørgsel. Vi har fortsat overvægt i finanssektoren på grund af den attraktive værdiansættelse samt i industrisektoren, idet vi fortsat ser positivt på byggevirksomheder som følge af et højt offentligt og privat investeringsniveau. Vi fastholder vores undervægt i konsumentvarer og sundhedspleje, da disse selskaber ikke er attraktivt værdiansat, og indtjeningsvæksten er træg.

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.

## JAPAN

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	10.103	10.565
Kursgevinster og tab	11.737	135.291
Administrationsomkostninger	-6.102	-7.120
Resultat før skat	15.738	138.737
Rente- og udbytteskat	-1.529	-760
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>14.209</b>	<b>137.977</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	13.809	13.101
Kapitalandele 1]	912.294	926.793
Mellemværende vedr. handelsafvikling	74	0
Andre aktiver	327	236
<b>Aktiver i alt</b>	<b>926.504</b>	<b>940.129</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	924.738	936.843
Mellemværende vedr. handelsafvikling	405	0
Anden gæld	1.361	3.287
<b>Passiver i alt</b>	<b>926.504</b>	<b>940.129</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,9	1,6
<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	936.843	1.489.263
Emissioner i perioden	4.140	37.069
Indløsninger i perioden	-30.542	-687.861
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	88	1.177
Periodens resultat	14.209	137.977
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>924.738</b>	<b>977.623</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	924.738	977.623
Antal andele	10.756.329	11.903.041
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	85,97	82,13
Afkast i DKK [pct]*]	1,65	16,14
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	1,26	18,18
Administrationsomk. [pct]*]	0,69	0,71
ÅOP	1,79	1,75

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

## KINA

Investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao eller Hongkong. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao, Hongkong eller Taiwan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på kinesiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderrisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder emerging markets, 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 -0,79 pct., mens benchmark faldt 0,10 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

Første halvår af 2014 var en udfordrende periode for kinesiske aktier. Svage økonomiske nøgletal i første kvartal vakte yderligere bekymring for Kinas faldende økonomiske aktivitet, og markedsstemningen var fortsat trykket af bekymring for kreditrisici trods nyhederne om reform fra den årlige folkekongres. Mens de økonomiske nøgletal viste fortsat afmatning i andet kvartal, begyndte den kinesiske regering at offentliggøre sine tiltag om målrettede stimuli og mindre pengepolitiske lempelser for at fremme væksten i verdens næststørste økonomi, som viste tegn på afmatning. Blandt tiltagene var målet om at investere DKK 700 mia. i jernbaneinfrastruktur og en sænkning på 0,5 pct. af reservekravet for banker, der primært har udlån til mindre virksomheder og låntagere i landområder. Dertil begyndte de økonomiske nøgletal også at vise tegn på stabilisering i maj.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,69 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Aktievalget gav et positivt bidrag i energi- og forsyningssektorerne, og det samme var tilfældet med overvægten af it-sektoren. Afdelingens største bidrag for perioden kom fra overvægten i Kinas førende selskab inden for integrerede løsninger til vand- og spildevandsrensning Sound Global. Kinas førende producent af automatiserings- og styringsteknologi, Hollysys Automation, gav også et positivt bidrag til afdelingens resultat da selskabets aktiekurs steg på et stærkt halvårsregnskab og positive forventninger for andet halvår 2014. Det var baseret på fornyet efterspørgsel efter automatiseringsløsninger til industrien og inden for jernbanetransport.

Derimod kom de negative bidrag til det relative afkast primært fra aktievalget inden for forbrugsgoder og finans. En svækket økonomi kombineret med den pludselige og kraftige vækst inden for e-handel har lagt et væsentligt pres på børsnoterede selskaber inden for forbrugsgoder, og aktier i detailsektoren har indtil nu givet et negativt bidrag i år. Det gælder bl.a. Springland International og Intime Retail samt smykke-selskabet Chow Sang Sang. Bekymringen for faldende salgsvækst i første kvartal 2014 i forhold til et højt udgangspunkt i 2013 har tyngt sidstnævntes aktiekurs.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2003
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI China Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010295336
Porteføljerådgiver: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited

### BRANCHEFORDELING

Finans	32,1%
Informationsteknologi	14,8%
Forbrugsgoder	11,5%
Energi	10,0%
Telekommunikationsserv	8,5%
Øvrige inkl. likvide	23,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,42
Standardafvigelse	15,20
Tracking error	3,99
Information Ratio	-0,32
Jensen Alpha	-0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,52
Standardafvigelse (benchm.)	14,93
Active share	50,86

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## KINA

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Efter Kinas skelsættende Tredje Plenum i november sidste år er landet nu godt i gang med at implementere de planlagte reformer, omend man kun lige er begyndt på det, der bliver en langvarig proces. Selvom det lover godt for Kinas strukturelle vækst på længere sigt, er det en meget krævende opgave at foretage økonomiske omstruktureringer og indføre forskellige reformer på tværs af store dele af økonomien og samfundet. Investorer, der tror på Kinas langsigtede potentiale, bør være opmærksomme på, at styringen af en så stor og kompleks økonomi som Kinas kræver en stærk vilje og et langsigtet engagement fra landets ledelse. Reformprocessen og dens succes på længere sigt vil afhænge af fremtidige politikker og deres implementering, hvilket igen bygger på regeringens vilje til at holde kursen og indføre de planlagte reformer, også når der opstår modvind i forhold til vækst og arbejdsløshed. På kort sigt kommer ændringerne formentlig til at gøre ondt, som den nuværende vækstafmatning viser, og indtjening og marginer kommer formentlig under pres.

Hvis de kinesiske myndigheder derimod afviger fra den udstukne reformkurs og vender tilbage til den tidligere praksis (herunder endnu en runde med enorme stimulitiltag), som førte til den nuværende overdrevne kreditgivning og de kraftige kursstigninger i 2009, vil det indebære risici for afdelingen i et stigende marked.

### Forventninger til markedet samt strategi

Overgangen fra en investeringsdrevet til en forbrugsdrevet vækstmodel giver den langsigtede investor gode muligheder

i en lang række brancher. Investeringstemaet for det indenlandske forbrug og servicesektorerne er fortsat helt intakt, i takt med at urbaniseringen fortsætter, hjulpet på vej af en ny skattepolitik. Vi ser langsigtede muligheder indenfor forbrug, forsikring samt internet- og teknologisektorerne, som drives af den stigende efterspørgsel efter varer og tjenesteydelser. Det samme gælder sektorer med forbindelse til miljøvenlig energi, uddannelse og sundhedspleje, som alle er blandt de sektorer, regeringen vil øge sit fokus på.

På kort sigt venter vi, at markederne fortsat vil svinge, mens Kina fortsætter de nødvendige reformer og tilpasning af landets økonomiske model.

I takt med at Kina indfører reformer og gennemgår en økonomisk omstilling, vil afdelingen fortsat have et langsigtet fokus på forbrugsrelaterede opkøbsmuligheder, bl.a. aktier indenfor detailhandel og teknologi samt områder, der fortsat vil nyde godt af politisk støtte og investeringer, herunder jernbaneudstyr, sundhedspleje og alternativ energi.

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.

## KINA

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	6.893	13.318
Kursgevinster og tab	-10.514	-70.802
Administrationsomkostninger	-3.623	-5.165
Resultat før skat	-7.243	-62.649
Rente- og udbytteskat	-503	-1.082
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-7.746</b>	<b>-63.731</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	3.647	9.716
Kapitalandele 1]	411.616	524.476
Mellemværende vedr. handelsafvikling	91	2.236
Andre aktiver	3.891	75
<b>Aktiver i alt</b>	<b>419.245</b>	<b>536.503</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	416.351	532.825
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.931	0
Anden gæld	963	3.678
<b>Passiver i alt</b>	<b>419.245</b>	<b>536.503</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	1,8
<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	532.825	711.277
Udlønding fra sidste år	-45.585	-19.976
Emissioner i perioden	3.696	6.913
Indløsninger i perioden	-67.103	-115.781
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	265	740
Periodens resultat	-7.746	-63.731
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>416.351</b>	<b>519.443</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	416.351	519.443
Antal andele	2.775.984	3.500.439
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	149,98	148,39
Afkast i DKK (pct)*]	-0,79	-9,91
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-0,10	-5,72
Administrationsomk. (pct)*]	0,79	0,80
ÅOP	2,38	2,29

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

## KLIMATRENDS

Investerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i klima- og miljøaktier. Afdelingen afkast kan svinge meget som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsområdet (klimaområdet), 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 1,55 pct., mens benchmark steg 6,79 pct. Afdelingens afkast var således 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

Aktiemarkedene steg i løbet af første halvår. Selvom krisen i Ukraine skabte lidt uro på de globale markeder, blev situationen overtruffet af det globale økonomiske opsving, som fik endnu bedre fat. Inden for klimaforandringsuniverset klarede temaet fossile brændstoffer med lav CO<sub>2</sub>-udledning sig samlet set godt, ikke mindst takket være stigende priser på naturgas. Aktier inden for bæredygtig transport klarede sig også godt. Energieffektivitet var klart den sektor, der klarede sig dårligst i årets første seks måneder.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 5,24 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På sektor-plan var der negative bidrag fra informationsteknologi og forbrugsgoder, men dette blev i nogen grad opvejet af vores valg af industriaktier, som bidrog positivt. Aktievalget træk ned i det samlede afkast, primært i Nordamerika og Storbritannien.

Der var også negative bidrag fra sektor- og regional-allokering, men ikke i så høj grad som fra aktievalget. Vores naturlige overvægt i den industrielle sektor, hvor vi vurderer, der er mange klimarelaterede muligheder, og vores naturlige undervægt af aktier inden for sundhedspleje, var især med til at trække ned i afdelingens afkast. Det samme gjaldt for afdelingens overvægt i Japan.

På aktieniveau trak ASOS mest ned i resultatet som følge af et resultat for andet kvartal, som lå under det forventede, hvilket dels skyldes en ugunstig valutakursudvikling. En af vores andre positioner inden for internethandel, eBay, bidrog

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2009
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060187698
Porteføljeradgiver: Schroder Investment Management Limited

### BRANCHEFORDELING

Industri	26,8%
Informationsteknologi	23,4%
Forbrugsgoder	16,7%
Materialer	9,1%
Forsyning	6,0%
Øvrige inkl. likvide	18,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,75
Standardafvigelse	11,88
Tracking error	5,22
Information Ratio	-0,73
Jensen Alpha	-0,45
Sharpe Ratio (benchm.)	1,35
Standardafvigelse (benchm.)	9,38
Active share	97,28

Måleperiode: Nov. 2009 til jun. 2014

## KLIMATRENDS

også negativt som følge af et svækket onlinesalg og bekymringer om øget konkurrence for Paypal. På det seneste har aktien været under pres på grund af hackerangreb, men den er fortsat en af vores favoritaktier, og vi forventer, at den vil komme stærkt igen.

Den største bidragsyder til afdelingens afkast var Vestas Wind Systems, som steg kraftigt, efter at selskabet endnu engang offentliggjorde stor ordretilgang. Acuity Brands, som fremstiller LED-relaterede dele, bidrog også positivt til resultatet. Tidligere på året rapporterede selskabet et robust salg og gode marginer, efter at det amerikanske lysinstallationsmarked havde nået et positivt vendepunkt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Da klimaforandringstemaet retter fokus mod den industrielle omstilling til en økonomi med lav CO<sup>2</sup>-udledning, har vi en naturlig høj eksponering mod de dele af markedet, der er mere følsomme over for global økonomisk vækst (med forsyning som den væsentligste undtagelse). Vi forventer, at disse dele af markedet vil klare sig godt i takt med, at vendingen i verdensøkonomien fortsætter, men opstår der større problemer undervejs, kan det bremse opsvinget. Det vil formentlig påvirke afdelingens resultat på kort sigt. Vores største bekymring i denne henseende er, hvis opbremsningen i kinesisk økonomi bliver kraftigere end forventet. Hvis uroen i Irak fører til fortsat stigende oliepriser, kan det også få negativ afsmitning på den globale økonomi.

I Japan ser vi mange attraktive investeringer inden for klimaforandring, og her har afdelingen således sin største regionale overvægt. Japan klarede sig dårligst i MSCI World-indekset i årets første halvdel, da investorerne havde været urolige for påvirkningen på den japanske økonomi af den momsforhøjelse, der blev indført i april. Vi mener, at markederne har været lidt for pessimistiske, og at japansk økonomi er i bedring, men hvis der kommer nye svage nøgletal, kan det godt skabe nervøsitet på markederne, og det vil formentlig få negativ indvirkning på afdelingens afkast.

For de selskaber, der konkurrerer på globalt plan vil en yderligere svækkelse af JPY endnu engang forringe deres konkurrenceevne. Især vil det sætte tyske og koreanske eksportører under pres, og vi overvåger dette nøje.

Selvom vi tror, at effekten af den amerikanske centralbanks neddrøsling af sine aktivopkøb nu stort set er indpriset i de nye markeder, kan eventuel yderligere volatilitet få indvirkningen på afdelingens resultat. Da vi historisk set har en rimelig lav eksponering mod de nye markeder, ventes effekten dog at blive begrænset.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer fortsat vækst i den globale økonomi i hele 2014. Den globale vækst bliver mere og mere afbalanceret, og de strukturelle risici er aftagende. Der ses en bedring i de globale produktionsnøgletal, hvilket kunne tyde på, at flere lande tager del i den globale vækst. Det vil især gavne de mere vækst- og investeringsrelaterede dele af markedet, hvor klimaforandringsstrategien har sit fokus.

Vi vurderer, at de strukturelle væksttendenser, som klimaforandringerne har skabt, vil fortsætte med at bidrage stærkt til udviklingen i de globale aktier. Energieffektivitet som tema har haft svært ved at levere gode afkast i årets første halvdel, men vi er fortsat overbeviste om, at de yderst attraktive afkast på investeringer i energieffektivitet gør det til det mest interessante tema på kort sigt. Således er mere end halvdelen af porteføljens investeringer eksponeret mod denne uensartede tendens, og der er en høj vægt inden for lys, materialer og energibesparende teknologier til bolig og industri.

Håndteringen af klimaforandringerne vil i høj grad påvirke den globale økonomi. De langsigtede politiske målsætninger om at reducere udledningen af drivhusgasser kræver ikke mindre end en industriel revolution til at sikre overgangen til en økonomi med lave CO<sup>2</sup>-udledninger. Tilpasningen til en vis mængde klimaforandringer, som allerede er uundgåelige, og afværgelsen af yderligere klimaforandringer via en overgang til lavere CO<sup>2</sup>-udledninger vil således med tiden berøre alle brancher. Vi vurderer derfor, at en dynamisk og stadigt udviklende tilgang på tværs af alle sektorer er den bedste måde at udnytte investeringsmulighederne på.

Vejen mod en økonomi med lav CO<sup>2</sup>-udledning er forudsigelig, men vi mener ikke, at aktiemarkedet helt har forstået eller indpriset den. Den kraftige vækst og det relative værdiansættelsespotentiale, som klimaforandringerne repræsenterer for investorerne, udgør derfor en stor mulighed for at generere merafkast. Vi vurderer, at en portefølje med konstant fokus på disse aktier med tiden vil outperforme globale aktier.

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.



## KLIMATRENDS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.858	2.058
Kursgevinster og tab	2.171	21.914
Administrationsomkostninger	-1.462	-1.697
Resultat før skat	2.567	22.275
Rente- og udbytteskat	-87	-200
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>2.480</b>	<b>22.074</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	3.517	6.027
Kapitalandele 1]	168.956	190.341
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.203	0
Andre aktiver	543	482
<b>Aktiver i alt</b>	<b>175.220</b>	<b>196.850</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	174.410	195.888
Mellemværende vedr. handelsafvikling	434	0
Anden gæld	376	962
<b>Passiver i alt</b>	<b>175.220</b>	<b>196.850</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	96,9
Øvrige finansielle instrumenter	2,0	3,1
<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	195.888	236.562
Udlønding fra sidste år	-12.354	-10.023
Emissioner i perioden	2.670	365
Indløsninger i perioden	-14.325	-66.407
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	51	232
Periodens resultat	2.480	22.074
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>174.410</b>	<b>182.803</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	174.410	182.803
Antal andele	1.445.328	1.637.569
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,67	111,63
Afkast i DKK (pct)*]	1,55	10,60
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,79	9,94
Administrationsomk. (pct)*]	0,79	0,81
ÅOP	1,99	1,96

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

## LATINAMERIKA

Investerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder, 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 leverede i første halvår 2014 et afkast på 6,62 pct., mens benchmark steg 7,81 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 latinamerikanske aktiemarkeder noterede fremgang i første halvår 2014. Brasilien og Colombia var blandt de lande, der klarede sig bedst, mens Chile og Mexico klarede sig mindre godt. Den amerikanske centralbanks neddrøling af sine obligationstilbagekøb, Argentinas devaluering og usikkerheden om aftagende vækst i Kina lagde ved årets begyndelse en dæmper på markedsstemningen. Senere tog markedet dog revanche og sluttede perioden af i et pænt plus. Især steg Brasiliens aktiemarked og valuta kraftigt, efter meningsmålinger viste et fald i opbakningen til præsident Dilma Rousseff. En mere uforudsigelig præsidentvalgkamp end forventet gav forøget håb om en mere markedsvenlig økonomisk politik efter valget. Colombias aktiemarked udviklede sig pænt, efter at Juan Manuel Santos blev genvalgt som præsident, så han kunne fortsætte arbejdet med at udarbejde en fredsaftale med landets oprørsstyrker. På grund af skuffende vækst klarede Mexico sig mindre godt, også selvom der viste sig en bedring i fremstillingssektoren og detailhandlen mod slutningen af perioden. Chile lå også efter sine regionale konkurrenter. Det skyldtes usikkerhed om den økonomiske indvirkning af stigningen i selskabsskatten, som den nye regering har indført.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,19 procentpoint lavere end afkastet på det latinamerikanske aktiemarked.

I Brasilien trak mineselskabet Vale og detailkæden Hering mest fra i det relative resultat. Vale blev tynget af lave priser på jernmalm. Hering trak ned, fordi manglende indenlandsk efterspørgsel satte omsætningen under pres og selskabet samtidig fortsatte med at omstrukturere sine aktiviteter. Det chilenske Coca-Cola tapperi Embotelladora Andina trak også fra i resultatet grundet usikkerhed omkring deres aktiviteter i Argentina som følge af devalueringen af den argentinske peso. Efter et første kvartalsresultat over det forventede steg aktien dog mod slutningen af perioden.

Tabene blev delvist opvejet af en positiv udvikling i visse af afdelingens mexikanske og brasilianske aktier. I Mexico gav lufthavnsoperatøren Grupo Aeroportuario del Centro Norte

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257831
Porteføljeradgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### LANDEFORDELING

Brasilien	65,5%
Mexico	17,8%
Chile	7,5%
Colombia	3,3%
Luxembourg	3,2%
Øvrige inkl. likvide	2,7%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,62
Standardafvigelse	17,59
Tracking error	4,25
Information Ratio	1,35
Jensen Alpha	0,51
Sharpe Ratio (benchm.)	0,30
Standardafvigelse (benchm.)	17,40
Active share	78,94

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## LATINAMERIKA

et stort bidrag til det relative resultat takket være en robust stigning i passagertallet. På trods af de vanskelige forhold for privatforbruget i Brasilien klarede tøj- og skoforhandlerne Arezzo og Lojas Renner sig begge bedre end markedet efter stærke resultater for første kvartal. Den brasilianske havneoperatør Wilson Sons klarede sig også godt, takket være en pæn volumenvækst og en stærk udvikling i alle divisioner.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De latinamerikanske aktiemarkeder er fortsat sårbare over for eksterne faktorer. Den væsentligste af disse er faldende råvarepriser på grund af aftagende efterspørgsel fra Kina. Den kraftigste påvirkning heraf ville være i råvareproducerende lande som Chile og Brasilien. Selvom den amerikanske centralbank har fokus på at nedtrappe sine obligations-tilbagekøb gradvis kan en amerikansk rentestigning tidligere end markedet forventer medføre øget usikkerhed og føre til kapitalflugt fra Latinamerika.

Porteføljens største positioner er i Brasilien og Mexico, hvor der har været svage økonomiske nøgletal som følge af det afdæmpede indenlandske forbrug. I Brasilien skifter fokus fra VM i fodbold til præsidentvalget, der afholdes til oktober. Investorerne tillid afhænger af, om der indføres en mere markedsvenlig politik efter valget sammen med hårdt tiltrængte strukturreformer.

På sektorniveau kan stigende renter presse forbrugertilliden. En opbremsning i privatforbruget vil udgøre en risiko for afdelingen på grund af overvægten af forbruger-relaterede aktier. En eventuel nedgang i råvarepriserne kan påvirke afdelingens beholdning af materialeaktier, men risikoen vil være begrænset, da porteføljen er mindre eksponeret mod materialesektoren end dens benchmark.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på de latinamerikanske aktiemarkeder i resten af 2014. Selvom de latinamerikanske aktiemarkeder ser ud til at være på vej op efter en svag start på året, forbliver den økonomiske aktivitet formentlig afdæmpet. På længere sigt vil Latinamerikas forholdsvis lave gælds niveauer og gunstige demografiske sammensætning understøtte fortsat ekspansion. På selskabsniveau venter vi en bedring i indtjeningen i år på trods af den makroøkonomiske usikkerhed. Mange af selskaberne i porteføljen har tilpasset sig det svagere miljø ved at fokusere på marginer og udøve stram omkostningsdisciplin. Det kan meget vel komme dem til gavn, når konjunkturerne på et tidspunkt vender.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren med dens cykliske råvarepriser og deraf svingende omsætning og indtjening 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.

## LATINAMERIKA

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	7.298	9.270
Kursgevinster og tab	16.607	-67.753
Administrationsomkostninger	-2.905	-4.610
Resultat før skat	21.000	-63.093
Rente- og udbytteskat	-736	-795
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>20.264</b>	<b>-63.888</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	4.942	5.754
Kapitalandele 1]	362.564	399.722
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	64
Andre aktiver	483	1.293
<b>Aktiver i alt</b>	<b>367.989</b>	<b>406.833</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	366.647	405.162
Mellemværende vedr. handelsafvikling	518	0
Anden gæld	825	1.671
<b>Passiver i alt</b>	<b>367.989</b>	<b>406.833</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	98,6
Øvrige finansielle instrumenter	1,3	1,4
<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	405.162	560.600
Udløning fra sidste år	-21.988	-30.461
Emissioner i perioden	5.561	22.954
Indløsninger i perioden	-42.547	-10.138
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	196	128
Periodens resultat	20.264	-63.888
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>366.647</b>	<b>479.194</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	366.647	479.194
Antal andele	1.425.134	1.737.195
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	257,27	275,84
Afkast i DKK (pct)*]	6,62	-11,50
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	7,81	-13,61
Administrationsomk. (pct)*]	0,81	0,81
ÅOP	1,94	1,96

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

## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL



Investerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Latinamerika, klass SEK
- Latinamerika, klasse NOK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 230.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 231-236.

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

## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.466	1.416
Kursgevinster og tab	3.556	-9.170
Administrationsomkostninger	-625	-824
Resultat før skat	4.397	-8.577
Rente- og udbytteskat	-144	-119
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>4.253</b>	<b>-8.696</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.047	1.105
Kapitalandele 1]	76.741	71.084
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	16
Andre aktiver	129	233
<b>Aktiver i alt</b>	<b>77.917</b>	<b>72.439</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	77.696	72.148
Mellemværende vedr. handelsafvikling	42	0
Anden gæld	180	291
<b>Passiver i alt</b>	<b>77.917</b>	<b>72.439</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	1,3	1,5
<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	72.148	109.545
Emissioner i perioden	6.448	4.053
Indløsninger i perioden	-5.205	-39.354
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	52	0
Periodens resultat	4.253	-8.696
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>77.696</b>	<b>65.548</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	77.696	65.548

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

## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

Latinamerika, klass SEK, 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 aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder, 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 andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen leverede i første halvår 2014 et afkast på 9,56 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 11,58 pct. målt i SEK. Andelsklassens 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 latinamerikanske aktiemarkeder noterede fremgang i første halvår 2014. Brasilien og Colombia var blandt de lande, der klarede sig bedst, mens Chile og Mexico klarede sig mindre godt. Den amerikanske centralbanks neddrøling af sine obligationstilbagekøb, Argentinas devaluering og usikkerheden om aftagende vækst i Kina lagde ved årets begyndelse en dæmper på markedsstemningen. Senere tog markedet dog revanche og sluttede perioden af i et pænt plus. Især steg Brasiliens aktiemarked og valuta kraftigt, efter meningsmålinger viste et fald i opbakningen til præsident Dilma Rousseff. En mere uforudsigelig præsidentvalgkamp end forventet gav forøget håb om en mere markedsvenlig økonomisk politik efter valget. Colombias aktiemarked udviklede sig pænt, efter at Juan Manuel Santos blev genvalgt som præsident, så han kunne fortsætte arbejdet med at udarbejde en fredsaftale med landets oprørsstyrker. På grund af skuffende vækst klarede Mexico sig mindre godt, også selvom der viste sig en bedring i fremstillingssektoren og detailhandlen mod slutningen af perioden. Chile lå også efter sine regionale konkurrenter. Det skyldtes usikkerhed om den økonomiske indvirkning af stigningen i selskabsskatten, som den nye regering har indført.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,02 procentpoint lavere end afkastet på det latinamerikanske aktiemarked.

I Brasilien trak mineselskabet Vale og detailkæden Hering mest fra i det relative resultat. Vale blev tynget af lave priser på jernmalm. Hering trak ned, fordi manglende indenlandsk efterspørgsel satte omsætningen under pres og selskabet samtidig fortsatte med at omstrukturere sine aktiviteter. Det chilenske Coca-Cola tapperi Embotelladora Andina trak også fra i resultatet grundet usikkerhed omkring deres aktiviteter i Argentina som følge af devalueringen af den argentinske peso. Efter et første kvartalsresultat over det forventede steg aktien dog mod slutningen af perioden.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485878
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### LANDEFORDELING

Brasilien	65,8%
Mexico	17,6%
Chile	7,6%
Colombia	3,3%
Luxembourg	3,1%
Øvrige inkl. likvide	2,6%

## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

Tabene blev delvist opvejet af en positiv udvikling i visse af afdelingens mexikanske og brasilianske aktier. I Mexico gav lufthavnsoperatøren Grupo Aeroportuario del Centro Norte et stort bidrag til det relative resultat takket være en robust stigning i passagertallet. På trods af de vanskelige forhold for privatforbruget i Brasilien klarede tøj- og skoforhandlerne Arezzo og Lojas Renner sig begge bedre end markedet efter stærke resultater for første kvartal. Den brasilianske havneoperatør Wilson Sons klarede sig også godt, takket være en pæn volumenvækst og en stærk udvikling i alle divisioner.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De latinamerikanske aktiemarkeder er fortsat sårbare over for eksterne faktorer. Den væsentligste af disse er faldende råvarepriser på grund af aftagende efterspørgsel fra Kina. Den kraftigste påvirkning heraf ville være i råvareproducerende lande som Chile og Brasilien. Selvom den amerikanske centralbank har fokus på at nedtrappe sine obligations-tilbagekøb gradvis kan en amerikansk rentestigning tidligere end markedet forventer medføre øget usikkerhed og føre til kapitalflugt fra Latinamerika.

Porteføljens største positioner er i Brasilien og Mexico, hvor der har været svage økonomiske nøgletal som følge af det afdæmpede indenlandske forbrug. I Brasilien skifter fokus fra VM i fodbold til præsidentvalget, der afholdes til oktober. Investorerens tillid afhænger af, om der indføres en mere markedsvenlig politik efter valget sammen med hårdt tiltrængte strukturreformer.

På sektorniveau kan stigende renter presse forbrugertilliden. En opbremsning i privatforbruget vil udgøre en risiko for afdelingen på grund af overvægten af forbruger-relaterede aktier. En eventuel nedgang i råvarepriserne kan påvirke afdelingens beholdning af materialeaktier, men risikoen vil være begrænset, da porteføljen er mindre eksponeret mod materialesektoren end dens benchmark.

### Forventninger til markedet samt strategi for resten af 2014

Vi forventer beherskede positive afkast på de latinamerikanske aktiemarkeder i resten af 2014. Selvom de latinamerikanske aktiemarkeder ser ud til at være på vej op efter en svag start på året, forbliver den økonomiske aktivitet formentlig afdæmpet. På længere sigt vil Latinamerikas forholdsvis lave gælds niveauer og gunstige demografiske sammensætning understøtte fortsat ekspansion. På selskabsniveau venter vi en bedring i indtjeningen i år på trods af den makroøkonomiske usikkerhed. Mange af selskaberne i porteføljen har tilpasset sig det svagere miljø ved at fokusere på marginer og udøve stram omkostningsdisciplin. Det kan meget vel komme dem til gavn, når konjunkturerne på et tidspunkt vender.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren med dens cykliske råvarepriser og deraf svingende omsætning og indtjening give et godt bidrag til det relative resultat, da disse træk formentlig ikke ændrer sig på længere sigt.

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 andelsklassen 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.



## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

Latinamerika, klass SEK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### LATINAMERIKA, KLASSE SEK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.018	-8.216
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-507	-481
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.511</b>	<b>-8.696</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	59.538	109.545
Emissioner i perioden	6.441	4.053
Indløsninger i perioden	-5.205	-39.354
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	52	0
Periodens resultat	3.511	-8.696
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>64.338</b>	<b>65.548</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	64.338	65.548
Antal andele	695.667	702.075
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	113,55	109,82
Afkast i SEK (pct)*]	9,56	-10,84
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	11,58	-11,60
Administrationsomk. (pct)*]	0,87	0,88

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

## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

Latinamerika, klasse NOK, 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 aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder, 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 andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen leverede i første halvår 2014 et afkast på 6,48 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 8,42 pct. målt i NOK. Andelsklassens 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 latinamerikanske aktiemarkeder noterede fremgang i første halvår 2014. Brasilien og Colombia var blandt de lande, der klarede sig bedst, mens Chile og Mexico klarede sig mindre godt. Den amerikanske centralbanks neddrøstring af sine obligationstilbagekøb, Argentinas devaluering og usikkerheden om aftagende vækst i Kina lagde ved årets begyndelse en dæmper på markedsstemningen. Senere tog markedet dog revanche og sluttede perioden af i et pænt plus. Især steg Brasiliens aktiemarked og valuta kraftigt, efter meningsmålinger viste et fald i opbakningen til præsident Dilma Rousseff. En mere uforudsigelig præsidentvalgkamp end forventet gav forøget håb om en mere markedsvenlig økonomisk politik efter valget. Colombias aktiemarked udviklede sig pænt, efter at Juan Manuel Santos blev genvalgt som præsident, så han kunne fortsætte arbejdet med at udarbejde en fredsaftale med landets oprørsstyrker. På grund af skuffende vækst klarede Mexico sig mindre godt, også selvom der viste sig en bedring i fremstillingssektoren og detailhandlen mod slutningen af perioden. Chile lå også efter sine regionale konkurrenter. Det skyldtes usikkerhed om den økonomiske indvirkning af stigningen i selskabsskatten, som den nye regering har indført.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,94 procentpoint lavere end afkastet på det latinamerikanske aktiemarked.

I Brasilien trak mineselskabet Vale og detailkæden Hering mest fra i det relative resultat. Vale blev tynget af lave priser på jernmalm. Hering trak ned, fordi manglende indenlandsk efterspørgsel satte omsætningen under pres og selskabet samtidig fortsatte med at omstrukturere sine aktiviteter. Det chilenske Coca-Cola tapperi Embotelladora Andina trak også fra i resultatet grundet usikkerhed omkring deres aktiviteter i Argentina som følge af devalueringen af den argentinske peso. Efter et første kvartalsresultat over det forventede steg aktien dog mod slutningen af perioden.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til NOK
Fondskode: DK0060517233
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### LANDEFORDELING

Brasilien	65,8%
Mexico	17,6%
Chile	7,6%
Colombia	3,3%
Luxembourg	3,1%
Øvrige inkl. likvide	2,6%

## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

Tabene blev delvist opvejet af en positiv udvikling i visse af afdelingens mexikanske og brasilianske aktier. I Mexico gav lufthavnsoperatøren Grupo Aeroportuario del Centro Norte et stort bidrag til det relative resultat takket være en robust stigning i passagertallet. På trods af de vanskelige forhold for privatforbruget i Brasilien klarede tøj- og skoforhandlerne Arezzo og Lojas Renner sig begge bedre end markedet efter stærke resultater for første kvartal. Den brasilianske havneoperatør Wilson Sons klarede sig også godt, takket være en pæn volumenvækst og en stærk udvikling i alle divisioner.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

De latinamerikanske aktiemarkeder er fortsat sårbare over for eksterne faktorer. Den væsentligste af disse er faldende råvarepriser på grund af aftagende efterspørgsel fra Kina. Den kraftigste påvirkning heraf ville være i råvareproducerende lande som Chile og Brasilien. Selvom den amerikanske centralbank har fokus på at nedtrappe sine obligations-tilbagekøb gradvis kan en amerikansk rentestigning tidligere end markedet forventer medføre øget usikkerhed og føre til kapitalflugt fra Latinamerika.

Porteføljens største positioner er i Brasilien og Mexico, hvor der har været svage økonomiske nøgletal som følge af det afdæmpede indenlandske forbrug. I Brasilien skifter fokus fra VM i fodbold til præsidentvalget, der afholdes til oktober. Investorerens tillid afhænger af, om der indføres en mere markedsvenlig politik efter valget sammen med hårdt tiltrængte strukturreformer.

På sektorniveau kan stigende renter presse forbrugertilliden. En opbremsning i privatforbruget vil udgøre en risiko for afdelingen på grund af overvægten af forbruger-relaterede aktier. En eventuel nedgang i råvarepriserne kan påvirke afdelingens beholdning af materialeaktier, men risikoen vil være begrænset, da porteføljen er mindre eksponeret mod materialesektoren end dens benchmark.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer beherskede positive afkast på de latinamerikanske aktiemarkeder i resten af 2014. Selvom de latinamerikanske aktiemarkeder ser ud til at være på vej op efter en svag start på året, forbliver den økonomiske aktivitet formentlig afdæmpet. På længere sigt vil Latinamerikas forholdsvist lave gælds niveauer og gunstige demografiske sammensætning understøtte fortsat ekspansion. På selskabsniveau venter vi en bedring i indtjeningen i år på trods af den makroøkonomiske usikkerhed. Mange af selskaberne i porteføljen har tilpasset sig det svagere miljø ved at fokusere på marginer og udøve stram omkostningsdisciplin. Det kan meget vel komme dem til gavn, når konjunkturerne på et tidspunkt vender.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren med dens cykliske råvarepriser og deraf svingende omsætning og indtjening give et godt bidrag til det relative resultat, da disse træk formentlig ikke ændrer sig på længere sigt.

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 andelsklassen 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.

## LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

Latinamerika, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### LATINAMERIKA, KLASSE NOK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	31.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	848	-1.130
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-106	-38
<b>Klassens resultat</b>	<b>742</b>	<b>-1.169</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	31.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	12.610	0
Emissioner i perioden	6	13.816
Periodens resultat	742	-1.169
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>13.358</b>	<b>12.610</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	31.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.358	12.610
Antal andele	150.096	150.020
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	100,29	94,19
Afkast i NOK (pct)*]	6,48	-5,66
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	8,42	-8,01
Administrationsomk. (pct)*]	0,87	1,73

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

## MIX – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 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 4,09 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte danske statsobligationer med et tillæg på 1,25 pct., der steg 0,26 pct. i samme periode.

### Markedet

Globale renter faldt yderligere i første kvartal, blandt andet som følge af skuffende økonomiske nøgletal fra USA og Kina. Endvidere eskalerede uroen i Ukraine, og der var politisk uro i Tyrkiet. Det sammenholdt med makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder lagde en dæmper på markederne i første kvartal. Nervøsiteten over lande fra nye markeder dæmpede sig mod slutningen af kvartalet. I juni måned sænkede Den Europæiske Centralbank renten til minus 0,1 procent. Såfremt det ikke er nok til at hindre en recession, kan yderligere lempelser i pengepolitikken komme på tale, f.eks. opkøb af obligationer for ad den vej at tilføre likviditet til markedet. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og de nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der er summen af virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier og kreditobligationer bidrog med de højeste afkast i størrelsesordenen 6 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus med en stigning på 22 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 2,8 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010841
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING

Danske obl.	42,4%
Danske aktier	3,5%
Udenlandske obl.	25,7%
Udenlandske akt.	27,9%
Øvrige inkl. likvide	0,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,41
Standardafvigelse	3,93

## MIX – AKKUMULERENDE

En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Specielt andelen af konverterbare realkreditobligationer med 3,5 pct. kuponrente leverede pæne afkast på op til 8 pct.

Afdelingens andel af aktier lå gennem halvåret i niveauet 27-32 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 16 pct. og 23 pct.

I februar måned købte vi obligationer fra nye markeder. For det første vurderede vi, at pessimismen om nye markeder var toppet. For det andet var der tegn på lyse udsigter for landenes betalingsbalancer og dermed økonomisk fremgang. Som tidligere beskrevet har obligationer fra nye markeder givet et godt afkast i år.

Vi købte aktier i starten af april. Efter et stykke tid med skuffende data fra specielt USA og Kina, vurderede vi i starten af andet kvartal, at vi stod foran en vending. I USA forventede vi særligt positive meldinger fra arbejdsmarkedet. I Kina forventede vi en stabilisering af væksten efter en tid med aftagende vækst. Aktierne er steget rimelig siden købet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Ved indgangen til andet halvår har afdelingen investeret 30 pct. i aktier og 23 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del af afdelingen er investeret i danske og europæiske real- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til det generelle aktiemarked, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet i 2014 er, at den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånvæksten i Europa, og vedblivende positive nyheder fra det amerikanske arbejdsmarked. Skuffer væksten derimod, vurderer vi, at specielt aktier kan blive negativt påvirket. Endelig er det vores forventning, at afdelingen vil lide tab, hvis den politiske uro i Ukraine blusser op igen.

Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv stadig meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Danmark – herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren – vil derfor have stor betydning for afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om, at aktier og kreditobligationer vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at forblive i niveauet 3 pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder. Endeligt står Europa over for en fase, hvor den private sektor i højere grad ventes at drive væksten. Trods flere tiltag fra ECB forventer vi ikke stærkt tiltagende forbrug, fordi bankerne stadig er påpasselige med udlån grundet kreditpolitiske og lovgivningsmæssige hensyn.

Overordnet set vurderer vi, at det kommende kvartal vil byde på stabil vækst i både udviklede lande og lande i nye markeder anført af Kina. Vi vurderer, at det vil være positivt for aktier og kreditobligationer, og vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau med fokus på aktier og obligationer fra nye markeder.

Markedsforventningerne er efterhånden høje, og markedet kan blive skuffet. For det andet kan situationen i Ukraine blusse op igen og måske påvirke de finansielle markeder negativt.

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 markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. 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.

## MIX – AKKUMULERENDE

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	34.535	43.481
Kursgevinster og tab	48.733	-15.961
Administrationsomkostninger	-3.702	-7.744
Resultat før skat	79.566	19.776
Rente- og udbytteskat	-1.939	-379
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>77.627</b>	<b>19.396</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	9.084	7.466
Obligationer 1]	886.122	964.186
Kapitalandele 1]	1.137.156	897.808
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.870	0
Andre aktiver	6.482	7.744
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.042.713</b>	<b>1.877.205</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.042.142	1.875.359
Anden gæld	571	1.845
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.042.713</b>	<b>1.877.205</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,4	98,6
Øvrige finansielle instrumenter	7,6	1,4
<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	1.875.359	1.825.805
Emissioner i perioden	100.958	35.497
Indløsninger i perioden	-12.090	-54.490
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	287	271
Periodens resultat	77.627	19.396
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.042.142</b>	<b>1.826.480</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.042.142	1.826.480
Antal andele	14.978.025	14.488.520
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	136,34	126,06
Afkast i DKK (pct)*]	4,09	1,05
Administrationsomk. (pct)*]	0,52	0,55
ÅOP	1,29	1,36

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

## MIX DEFENSIV – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et positivt afkast på 2,99 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte danske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct., der steg 0,26 pct. i samme periode.

### Markedet

Globale renter faldt yderligere i første kvartal, blandt andet som følge af skuffende økonomiske nøgletal fra USA og Kina. Endvidere eskalerede uroen i Ukraine, og der var politisk uro i Tyrkiet. Det sammenholdt med makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder lagde en dæmper på markederne i første kvartal. Nervøsiteten over lande fra nye markeder dæmpede sig mod slutningen af kvartalet. I juni måned sænkede Den Europæiske Centralbank renten til minus 0,1 procent. Såfremt det ikke er nok til at hindre en recession, kan yderligere lempelser i pengepolitikken komme på tale, f.eks. opkøb af obligationer for ad den vej at tilføre likviditet til markedet. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og de nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der er summen af virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier og kreditobligationer bidrog med de højeste afkast i størrelsesordenen 6 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus med en stigning på 22 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 1,6 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var den væsentlige årsag til det positive afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228633
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING

Danske obl.	55,7%
Danske aktier	2,5%
Udenlandske obl.	22,8%
Udenlandske akt.	17,8%
Øvrige inkl. likvide	1,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,51
Standardafvigelse	2,29



## MIX DEFENSIV – AKKUMULERENDE

En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Specielt andelen af konverterbare realkreditobligationer med 4 pct. kuponrente leverede pæne afkast på mellem 1 pct. og 4 pct.

Afdelingens andel af aktier lå gennem året i niveauet 17 pct. til 21 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 16 pct. til 21 pct..

I februar måned købte vi obligationer fra nye markeder. For det første vurderede vi, at pessimismen om nye markeder var toppet. For det andet var der tegn på lyse udsigter for landenes betalingsbalancer og dermed økonomisk fremgang. Som beskrevet har obligationer fra nye markeder givet et godt afkast i år.

Vi købte aktier i starten af april. Efter et stykke tid med skuffende data fra specielt USA og Kina, vurderede vi i starten af andet kvartal, at vi stod foran en vending. I USA forventede vi særligt positive meldinger fra arbejdsmarkedet. I Kina forventede vi en stabilisering af væksten efter en tid med aftagende vækst. Aktierne er steget rimelig siden købet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår har afdelingen investeret 20 pct. i aktier og 21 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del af afdelingen er investeret i danske og europæiske real- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til det generelle aktiemarked, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet i 2014 er, at den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånvæksten i Europa og vedblivende positive nyheder fra det amerikanske arbejdsmarked. Skuffer væksten derimod, vurderer vi, at specielt aktier kan blive negativt påvirket. Endelig er det vores forventning, at afdelingen vil lide tab, hvis den politiske uro i Ukraine blusser op igen.

Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv stadig meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Danmark – herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren – vil derfor have stor betydning for afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om, at aktier og kreditobligationer vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at forblive i niveauet 3 pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder. Endeligt står Europa over for en fase, hvor den private sektor i højere grad ventes at drive væksten. Trods flere tiltag fra ECB forventer vi ikke stærkt tiltagende forbrug, fordi bankerne stadig er påpasselige med udlån grundet kreditpolitiske og lovgivningsmæssige hensyn.

Overordnet set vurderer vi, at det kommende kvartal vil byde på stabil vækst i både udviklede lande og lande i nye markeder anført af Kina. Vi vurderer, at det vil være positivt for aktier og kreditobligationer, og vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau med fokus på aktier og obligationer fra nye markeder.

Markedsforventningerne er efterhånden høje, og markedet kan blive skuffet. For det andet kan situationen i Ukraine blusse op igen og måske påvirke de finansielle markeder negativt.

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 markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. 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.

## MIX DEFENSIV – AKKUMULERENDE

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	20.570	27.098
Kursgevinster og tab	20.552	-17.177
Administrationsomkostninger	-2.921	-4.687
Resultat før skat	38.201	5.234
Rente- og udbytteskat	-1.083	-129
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>37.118</b>	<b>5.105</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	15.708	7.294
Obligationer 1]	741.797	744.857
Kapitalandele 1]	573.250	459.792
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.991	0
Andre aktiver	4.822	8.343
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.338.568</b>	<b>1.220.286</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.338.081	1.218.947
Anden gæld	487	1.339
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.338.568</b>	<b>1.220.286</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,1	97,5
Øvrige finansielle instrumenter	8,9	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	1.218.947	1.119.878
Emissioner i perioden	93.867	93.746
Indløsninger i perioden	-12.071	-61.586
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	220	426
Periodens resultat	37.118	5.105
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.338.081</b>	<b>1.157.569</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.338.081	1.157.569
Antal andele	11.326.733	10.379.080
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	118,13	111,53
Afkast i DKK [pct]*]	2,99	0,48
Administrationsomk. [pct]*]	0,47	0,50
ÅOP	1,18	1,23

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

## MIX OBLIGATIONER

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markedslande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markedslande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder, event-risici, selskabsspecifikke 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 2 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår et positivt afkast på 3,36 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte danske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct, som steg 0,26 pct. i samme periode.

### Markedet

Globale renter faldt yderligere i første kvartal blandt andet som følge af skuffende økonomiske nøgletal fra USA og Kina. Endvidere eskalerede uroen i Ukraine, og der var politisk uro i Tyrkiet. Nervøsiteten om lande fra nye markeder dæmpede sig mod slutningen af kvartalet. I juni måned sænkede Den Europæiske Centralbank renten til minus 0,1 pct. Såfremt det ikke er nok til at hindre en recession, kan yderligere lempelser i pengepolitikken komme på tale, f.eks. opkøb af obligationer for at den vej tilføre likviditet til markedet. Rentenedsættelsen var udslagsgivende for udviklingen i afdelingen med nye, historisk lave renteniveauer for blandt andet danske obligationer.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 2 aktivklasser – udenlandske stats- og kreditobligationer, samt danske stats- og realkreditobligationer, der begge bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Blandt andet bidrog investeringerne i obligationer fra nye markeder og virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering særdeles positivt til afdelingens samlede afkast med stigninger på henholdsvis lidt over 7 pct. og cirka 4,5 pct. Investeringen i indeksobligationer bidrog også positivt med et afkast på 5 pct. Ingen aktivklasser gav negative afkast.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast i underkanten af 3 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast. En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Specielt andelen af konverterbare realkreditobligationer med 3,5 pct. i kuponrente leverede pæne afkast på op til 8 pct.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2012
Risikoindeksator (1-7): 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060430627
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	36,4%
1-3 år	26,8%
3-5 år	21,3%
5-10 år	14,1%
Øvrige inkl. likvide	1,4%

## MIX OBLIGATIONER

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår har afdelingen investeret 24 pct. af beholdningen i virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Den resterende del af afdelingen er investeret i danske og globale realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande i de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet er, at den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Derudover er markedsforventningerne efterhånden høje, og markederne kan blive skuffede. For det andet kan situationen i Ukraine blusse op igen og påvirke de finansielle markeder negativt.

Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv stadig meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Danmark – herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren – vil derfor have stor betydning for afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at fortsætte i niveauet tre pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder.

Vi vurderer, at det kommende kvartal vil byde på stabil vækst i både udviklede lande og lande i nye markeder anført af Kina. Det vil være positivt for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder, og vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau og har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder.

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 statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte danske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct. 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.

## MIX OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	58.735	50.994
Kursgevinster og tab	55.368	-60.948
Administrationsomkostninger	-8.912	-7.038
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>105.191</b>	<b>-16.992</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	12.427	5.432
Obligationer 1]	2.499.416	2.357.096
Kapitalandele 1]	874.581	701.698
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.700	2.104
Afledte finansielle instrumenter	12	0
Andre aktiver	16.279	17.016
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.406.415</b>	<b>3.083.346</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.357.988	3.079.075
Afledte finansielle instrumenter	10	27
Mellemværende vedr. handelsafvikling	46.509	0
Anden gæld	1.908	4.244
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.406.415</b>	<b>3.083.346</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	99,8
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	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	3.079.075	1.620.123
Korrektion ved spaltning eller fusion	0	499.246
Udlønding fra sidste år	-84.820	0
Emissioner i perioden	530.723	538.152
Indløsninger i perioden	-272.728	-8.024
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	547	1.547
Periodens resultat	105.191	-16.992
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.357.988</b>	<b>2.634.052</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.357.988	2.634.052
Antal andele	32.179.032	25.670.508
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,35	102,61
Afkast i DKK (pct)*]	3,36	-0,36
Administrationsomk. (pct)*]	0,40	0,40
ÅOP	1,01	1,04

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

## MIX OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markedslande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 afdelingen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår et positivt afkast på 3,38 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte danske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct, som steg 0,26 pct. i samme periode.

### Markedet

Globale renter faldt yderligere i første kvartal blandt andet som følge af skuffende økonomiske nøgletal fra USA og Kina. Endvidere eskalerede uroen i Ukraine, og der var politisk uro i Tyrkiet. Nervøsiteten om lande fra nye markeder dæmpede sig mod slutningen af kvartalet. I juni måned sænkede Den Europæiske Centralbank renten til minus 0,1 pct. Såfremt det ikke er nok til at hindre en recession, kan yderligere lempelser i pengepolitikken komme på tale, f.eks. opkøb af obligationer for at den vej tilføre likviditet til markedet. Rentenedsættelsen var udslagsgivende for udviklingen i afdelingen med nye, historisk lave renteniveauer for blandt andet danske obligationer.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 2 aktivklasser – udenlandske stats- og kreditobligationer, samt danske stats- og realkreditobligationer, der begge bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Blandt andet bidrog investeringerne i obligationer fra nye markeder og virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering særdeles positivt til afdelingens samlede afkast med stigninger på henholdsvis lidt over 7 pct. og cirka 4,5 pct. Investeringen i indeksobligationer bidrog også positivt med et afkast på 5 pct. Ingen aktivklasser gav negative afkast.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast i underkanten af 3 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast. En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Specielt andelen af konverterbare realkreditobligationer med 3,5 pct. i kuponrente leverede pæne afkast på op til 8 pct.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindeksator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010924
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	37,7%
1-3 år	21,0%
3-5 år	25,3%
5-10 år	14,5%
Øvrige inkl. likvide	1,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,98
Standardafvigelse	1,67

## MIX OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ved indgangen til andet halvår har afdelingen investeret 24 pct. af beholdningen i virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Den resterende del af afdelingen er investeret i danske og globale realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande i de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet er, at den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånsvæksten i Europa og data for det amerikanske arbejdsmarked.

Derudover er markedsforventningerne efterhånden høje, og markederne kan blive skuffede. For det andet kan situationen i Ukraine blusse op igen og påvirke de finansielle markeder negativt.

Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv stadig meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Danmark – herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren – vil derfor have stor betydning for afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at fortsætte i niveauet tre pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder.

Vi vurderer, at det kommende kvartal vil byde på stabil vækst i både udviklede lande og lande i nye markeder anført af Kina. Det vil være positivt for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder, og vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau og har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder.

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 statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte danske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct. 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.

## MIX OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	11.053	10.138
Kursgevinster og tab	19.638	-14.483
Administrationsomkostninger	-2.438	-1.473
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>28.254</b>	<b>-5.818</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	3.776	5.340
Obligationer 1]	706.535	573.721
Kapitalandele 1]	248.737	175.295
Mellemværende vedr. handelsafvikling	254	4.286
Afledte finansielle instrumenter	88	0
Andre aktiver	4.342	3.984
<b>Aktiver i alt</b>	<b>963.732</b>	<b>762.627</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	951.637	761.589
Afledte finansielle instrumenter	0	30
Mellemværende vedr. handelsafvikling	11.676	0
Anden gæld	418	1.007
<b>Passiver i alt</b>	<b>963.732</b>	<b>762.627</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,6	97,7
Øvrige finansielle instrumenter	11,4	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	761.589	282.065
Emissioner i perioden	182.853	328.649
Indløsninger i perioden	-21.465	-2.733
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	406	888
Periodens resultat	28.254	-5.818
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>951.637</b>	<b>603.050</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	951.637	603.050
Antal andele	8.378.162	5.553.331
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	113,59	108,59
Afkast i DKK [pct]*]	3,38	-0,33
Administrationsomk. [pct]*]	0,40	0,40
ÅOP	1,01	0,98

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



## MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 afdelingen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et positivt afkast på 4,74 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 2,00 pct., der steg 2,26 pct. i samme periode.

### Markedet

Globale renter faldt yderligere i første kvartal, blandt andet som følge af skuffende økonomiske nøgletal fra USA og Kina. Endvidere eskalerede uroen i Ukraine, og der var politisk uro i Tyrkiet. Det sammenholdt med makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder lagde en dæmper på markederne i første kvartal. Nervøsiteten over lande fra nye markeder dæmpede sig mod slutningen af kvartalet. I juni måned sænkede Den Europæiske Centralbank renten til minus 0,1 pct. Såfremt det ikke er nok til at hindre en recession, kan yderligere lempelser i pengepolitikken komme på tale, f.eks. opkøb af obligationer for ad den vej at tilføre likviditet til markedet. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og de nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der er summen af virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier og kreditobligationer bidrog med de højeste afkast i størrelsesordenen 6 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus med en stigning på 22 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 3,1 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228716
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING

Danske obl.	27,0%
Danske aktier	5,8%
Udenlandske obl.	24,0%
Udenlandske akt.	42,2%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,14
Standardafvigelse	5,64

## MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE

En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Specielt andelen af konverterbare realkreditobligationer med 3,5 pct. kuponrente leverede pæne afkast på op til 8 pct.

Afdelingens andel af aktier lå gennem året i niveauet 42-48 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 16 pct. og 22 pct.

I februar måned købte vi obligationer fra nye markeder. For det første vurderede vi, at pessimismen om nye markeder var toppet. For det andet var der tegn på lyse udsigter for landenes betalingsbalancer og dermed økonomisk fremgang. Som beskrevet har obligationer fra nye markeder givet et godt afkast i år.

Vi købte aktier i starten af april. Efter et stykke tid med skuffende data fra specielt USA og Kina, vurderede vi i starten af andet kvartal, at vi stod foran en vending. I USA forventede vi særligt positive meldinger fra arbejdsmarkedet. I Kina forventede vi en stabilisering af væksten efter en tid med aftagende vækst. Aktierne er steget rimelig siden købet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Ved indgangen til andet halvår har afdelingen investeret 47 pct. i aktier og 22 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del af afdelingen er investeret i danske og europæiske real- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til det generelle aktiemarked, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet i 2014 er, at den globale vækst overrasker markant enten i positiv eller negativ retning i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånvæksten i Europa og vedblivende positive nyheder fra det amerikanske arbejdsmarked. Skuffer væksten derimod, vurderer vi, at specielt aktier kan blive negativt påvirket. Endelig er det vores forventning, at afdelingen vil lide tab, hvis den politiske uro i Ukraine blusser op igen.

Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv stadig meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Danmark – herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren – vil derfor have stor betydning for afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om, at aktier og kreditobligationer vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at forblive i niveauet 3 pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder. Endeligt står Europa over for en fase, hvor den private sektor i højere grad ventes at drive væksten. Trods flere tiltag fra ECB forventer vi ikke stærkt tiltagende forbrug, fordi bankerne stadig er påpasselige med udlån grundet kreditpolitiske og lovgivningsmæssige hensyn.

Overordnet set vurderer vi, at det kommende kvartal vil byde på stabil vækst i både udviklede lande og lande i nye markeder anført af Kina. Vi vurderer, at det vil være positivt for aktier og kreditobligationer, og vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau med fokus på aktier og obligationer fra nye markeder.

Markedsforventningerne er efterhånden høje, og markedet kan blive skuffet. For det andet kan situationen i Ukraine blusse op igen og måske påvirke de finansielle markeder negativt.

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 markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct.. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. 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.

## MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	5.783	5.184
Kursgevinster og tab	10.884	662
Administrationsomkostninger	-453	-986
Resultat før skat	16.214	4.861
Rente- og udbytteskat	-516	-100
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>15.698</b>	<b>4.761</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	3.927	5.220
Obligationer 1]	104.041	101.598
Kapitalandele 1]	276.914	190.541
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.686	0
Andre aktiver	623	957
<b>Aktiver i alt</b>	<b>388.190</b>	<b>298.316</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	387.237	298.103
Mellemværende vedr. handelsafvikling	861	0
Anden gæld	93	213
<b>Passiver i alt</b>	<b>388.190</b>	<b>298.316</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	90,4	94,9
Øvrige finansielle instrumenter	9,6	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	298.103	217.658
Emissioner i perioden	73.253	34.017
Indløsninger i perioden	0	-19.305
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	183	163
Periodens resultat	15.698	4.761
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>387.237</b>	<b>237.294</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	387.237	237.294
Antal andele	2.921.961	1.975.961
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	132,53	120,09
Afkast i DKK [pct]*]	4,74	2,36
Administrationsomk. [pct]*]	0,58	0,62
ÅOP	1,45	1,49

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

## MIX OFFENSIV PLUS – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder, event-risiko, 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 afdelingen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et positivt afkast på 5,09 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte danske statsobligationer med et tillæg på 2,50 pct., der steg 2,76 pct. i samme periode.

### Markedet

Globale renter faldt yderligere i første kvartal, blandt andet som følge af skuffende økonomiske nøgletal fra USA og Kina. Endvidere eskalerede uroen i Ukraine, og der var politisk uro i Tyrkiet. Det sammenholdt med makroøkonomiske ubalancer og valutauro i de nye markeder lagde en dæmper på markederne i første kvartal. Nervøsiteten over lande fra nye markeder dæmpede sig mod slutningen af kvartalet. I juni måned sænkede Den Europæiske Centralbank renten til minus 0,1 pct. Såfremt det ikke er nok til at hindre en recession, kan yderligere lempelser i pengepolitikken komme på tale, f.eks. opkøb af obligationer for ad den vej at tilføre likviditet til markedet. I slutningen af halvåret steg markederne, især de nye markeder, understøttet af positive økonomiske nøgletal og de nye pengepolitiske tiltag fra ECB.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der er summen af virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier og kreditobligationer bidrog med de højeste afkast i størrelsesordenen 6 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus med en stigning på 22 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 3,5 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228989
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING

Danske obl.	16,4%
Danske aktier	6,7%
Udenlandske obl.	21,1%
Udenlandske akt.	53,3%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,99
Standardafvigelse	7,30

## MIX OFFENSIV PLUS – AKKUMULERENDE

En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Specielt andelen af konverterbare realkreditobligationer med 3,5 pct. kuponrente leverede pæne afkast på op til 8 pct.

Afdelingens andel af aktier lå gennem året i niveauet 52 pct. til 60 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 15 pct. og 20 pct.

I februar måned købte vi obligationer fra nye markeder. For det første vurderede vi, at pessimismen om nye markeder var toppet. For det andet var der tegn på lyse udsigter for landenes betalingsbalancer og dermed økonomisk fremgang. Som beskrevet har obligationer fra nye markeder givet et godt afkast i år.

Vi købte aktier i starten af april. Efter et stykke tid med skuffende data fra specielt USA og Kina, vurderede vi i starten af andet kvartal, at vi stod foran en vending. I USA forventede vi særligt positive meldinger fra arbejdsmarkedet. I Kina forventede vi en stabilisering af væksten efter en tid med aftagende vækst. Aktierne er steget rimelig siden købet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2014

Ved indgangen til andet halvår har afdelingen investeret 60 pct. i aktier og 19 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del af afdelingen er investeret i danske og europæiske real- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til det generelle aktiemarked, kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

En væsentlig risiko for afkastet i 2014 er, at den globale vækst overrasker markant – enten i positiv eller negativ retning – i forhold til vores forventninger. Bliver væksten endnu stærkere, end vi forventer, vil risikoen for rentestigninger blive højere. En udvikling, der eksempelvis kan være drevet af positive overraskelser fra udlånvæksten i Europa og vedblivende positive nyheder fra det amerikanske arbejdsmarked. Skuffer væksten derimod, vurderer vi, at specielt aktier kan blive negativt påvirket. Endelig er det vores forventning, at afdelingen vil lide tab, hvis den politiske uro i Ukraine blusser op igen.

Det danske renteniveau er stadig, set i et historisk perspektiv, meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne medføre et afkast, der bliver lavere end forventet. Den økonomiske udvikling i Danmark – herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren – vil derfor have stor betydning for afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i andet halvår med en forventning om, at aktier og kreditobligationer vil give et fornuftigt afkast. I USA ser væksten ud til at forblive i niveauet 3 pct., og vi forventer fortsat pæne tal for jobskabelsen. Der er tegn på stabil vækst i Kina, hvor erhvervstilliden er steget de seneste måneder. Endeligt står Europa over for en fase, hvor den private sektor i højere grad ventes at drive væksten. Trods flere tiltag fra ECB forventer vi ikke stærkt tiltagende forbrug, fordi bankerne stadig er påpasselige med udlån grundet kreditpolitiske og lovgivningsmæssige hensyn.

Overordnet set vurderer vi, at det kommende kvartal vil byde på stabil vækst i både udviklede lande og lande i nye markeder anført af Kina. Vi vurderer, at det vil være positivt for aktier og kreditobligationer, og vi forventer derfor at fastholde vores risikoniveau med fokus på aktier og obligationer fra nye markeder.

Markedsforventningerne er efterhånden høje, og markedet kan blive skuffet. For det andet kan situationen i Ukraine blusse op igen og måske påvirke de finansielle markeder negativt.

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 markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. 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.

## MIX OFFENSIV PLUS – AKKUMULERENDE

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	2.430	1.805
Kursgevinster og tab	5.092	450
Administrationsomkostninger	-155	-352
Resultat før skat	7.368	1.904
Rente- og udbytteskat	-247	-46
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>7.121</b>	<b>1.858</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	4.106	3.907
Obligationer 1]	27.299	23.743
Kapitalandele 1]	134.731	84.718
Mellemværende vedr. handelsafvikling	657	0
Andre aktiver	182	256
<b>Aktiver i alt</b>	<b>166.974</b>	<b>112.624</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	166.944	112.557
Anden gæld	30	67
<b>Passiver i alt</b>	<b>166.974</b>	<b>112.624</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,9	93,7
Øvrige finansielle instrumenter	11,1	6,3
<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	112.557	66.906
Emissioner i perioden	47.141	21.550
Indløsninger i perioden	0	-823
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	125	72
Periodens resultat	7.121	1.858
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>166.944</b>	<b>89.563</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	166.944	89.563
Antal andele	1.224.730	733.730
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	136,31	122,07
Afkast i DKK [pct]*]	5,09	3,00
Administrationsomk. [pct]*]	0,63	0,67
ÅOP	1,59	1,62

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

## NORDEN

Investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 danske, svenske, norske, finske og islandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, 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 10,37 pct., mens benchmark steg 9,07 pct. Afdelingens afkast var således meget 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

Samlet steg det nordiske aktiemarked med omkring 10 pct. i første halvår 2014, hvilket var omtrent 5 procentpoint mere end det brede europæiske marked. På landeniveau i Norden fik Danmark det højeste afkast (+18,0 pct.) målt i lokalvaluta efterfulgt af Norge (12,6 pct.), mens Finland (+3,8 pct.) og Sverige (+3,3 pct.) holdede bagefter. Det store afkast i Danmark var primært baseret på stigende aktiekurser i nogle af de større selskaber som følge af bedre driftsresultater, heriblandt Vestas Wind Systems, Pandora og Danske Bank. Novo Nordisk-aktien klarede sig også godt. Det brede norske marked oplevede en afdæmpet udvikling, men blev holdt oppe af især Statoil på signaler om strammere omkostningsstyring samt visse andre selskaber bl.a. inden for lakseopdræt. De svage markeder i Finland og Sverige var præget af en flad udvikling i industri- og råvareselskaber, der skyldtes dystre økonomiske vækstforventninger. Valutakursbevægelserne trak ned i investeringsafkastet. SEK faldt 3,4 pct. og NOK faldt med 0,6 pct. mod DKK.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Afdelingens afkast for første halvår 2014 var 1,30 procentpoint bedre end benchmarkafkastet. Forbrugsgoder og konsumentvarer var de to sektorer, der bidrog mest til resultatet. Det var dog de enkelte papirvalg, der skabte det positive resultat, hvoraf størstedelen blev skabt af Marine Harvest, Pandora og Autoliv. De største negative relative bidrag kom fra energi og sundhedspleje. Den primære årsag var en overvægt i Subsea 7 i starten af året og en undervægt i AstraZeneca og Coloplast, som begge steg pænt i første halvår. Derudover har afdelingen opnåede et yderligere merafkast ved deltagelse i de fleste relevante nordiske børsnoteringer i perioden.

### 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-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 1998
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0060188829
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	25,9%
Finans	22,4%
Forbrugsgoder	15,3%
Sundhedspleje	10,3%
Konsumentvarer	6,0%
Øvrige inkl. likvide	20,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	15,85
Tracking error	2,78
Information Ratio	-0,45
Jensen Alpha	-0,10
Sharpe Ratio (benchm.)	0,98
Standardafvigelse (benchm.)	15,49
Active share	45,68

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## NORDEN



støttet aktiemarkedene. Såfremt bekymringer om fremtidige stramminger 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.

Samtidig har nordiske selskaber, der er afhængig af globale investeringer haft vanskeligt ved at forudsige, hvornår deres ordrebøger begynder at vokse. Medmindre der sker en bedring i investeringscyklussen i andet halvår 2014, kan disse selskabers nuværende værdiansættelse vise sig at være for høj.

### 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 obligationsmarkedene 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 har i løbet af første halvår reduceret vores eksponering mod de mere investeringstunge industriselskaber, hvor det kan være lidt længere end hidtil forventet, før ordrene viser sig.

Forbrugerrelaterede selskaber, som afdelingen er mest overvægtet i, bør nyde godt af øget forbrugertillid og beskæftigelse i særligt Europa og Nordamerika.

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.



# NORDEN

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	6.267	5.211
Kursgevinster og tab	11.940	-1.136
Administrationsomkostninger	-1.591	-1.433
Resultat før skat	16.616	2.641
Rente- og udbytteskat	1.356	-130
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>17.972</b>	<b>2.511</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	5.278	4.066
Kapitalandele 1]	183.384	171.812
Andre aktiver	403	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>189.065</b>	<b>175.878</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	188.622	175.230
Anden gæld	442	648
<b>Passiver i alt</b>	<b>189.065</b>	<b>175.878</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,2	97,7
Øvrige finansielle instrumenter	2,8	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	175.230	176.985
Udlønding fra sidste år	-30.458	-4.294
Emissioner i perioden	32.743	117
Indløsninger i perioden	-6.980	-15.694
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	115	48
Periodens resultat	17.972	2.511
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>188.622</b>	<b>159.672</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	188.622	159.672
Antal andele	1.073.155	979.030
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	175,76	163,09
Afkast i DKK (pct)*]	10,37	0,97
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	9,07	4,14
Administrationsomk. (pct)*]	0,84	0,81
ÅOP	2,14	2,14

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

## NORDEN INDEKS

Investerer indeksbaseret i nordiske aktier. 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).

### Risiko

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske og finske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, 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 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 9,78 pct., mens benchmark steg 9,07 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Samlet steg det nordiske aktiemarked med omkring 10 pct. i første halvår 2014, hvilket var omtrent 5 procentpoint mere end det brede europæiske marked. På landeniveau i Norden fik Danmark det højeste afkast (+18,0 pct.) målt i lokalvaluta efterfulgt af Norge (12,6 pct.), mens Finland (+3,8 pct.) og Sverige (+3,3 pct.) holdede bagefter. Det store afkast i Danmark var primært baseret på stigende aktiekurser i nogle af de større selskaber som følge af bedre driftsresultater, heriblandt Vestas Wind Systems, Pandora og Danske Bank. Novo Nordisk-aktien klarede sig også godt. Det brede norske marked oplevede en afdæmpet udvikling, men blev holdt oppe af især Statoil på signaler om strammere omkostningsstyring samt visse andre selskaber bl.a. inden for lakseopdræt. De svage markeder i Finland og Sverige var præget af en flad udvikling i industri- og råvareselskaber, der skyldtes dystre økonomiske vækstforventninger. Valutakursbevægelserne trak ned i investeringsafkastet. SEK faldt 3,4 pct. og NOK faldt med 0,6 pct. mod DKK.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,71 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 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 midler-

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0016037526
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	24,0%
Industri	23,6%
Sundhedspølse	12,2%
Forbrugsgoder	9,3%
Informationsteknologi	7,4%
Øvrige inkl. likvide	23,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,01
Standardafvigelse	15,43
Tracking error	1,29
Information Ratio	0,38
Jensen Alpha	0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,98
Standardafvigelse (benchm.)	15,49
Active share	1,65

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## NORDEN INDEKS



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 risikofaktorer for aktiemarkedene.

### **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 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.

# NORDEN INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	18.743	17.798
Kursgevinster og tab	29.601	9.248
Administrationsomkostninger	-1.979	-1.617
Resultat før skat	46.365	25.429
Rente- og udbytteskat	4.486	-428
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>50.851</b>	<b>25.001</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	530	619
Kapitalandele 1]	558.331	543.079
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.171	2.518
Andre aktiver	995	31
<b>Aktiver i alt</b>	<b>561.027</b>	<b>546.248</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	560.746	544.995
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	570
Anden gæld	281	682
<b>Passiver i alt</b>	<b>561.027</b>	<b>546.248</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	544.995	516.698
Udlønding fra sidste år	-1.304	-14.058
Emissioner i perioden	1.920	2.875
Indløsninger i perioden	-35.826	-36.546
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	111	117
Periodens resultat	50.851	25.001
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>560.746</b>	<b>494.087</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	560.746	494.087
Antal andele	4.323.838	5.001.975
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	129,69	98,78
Afkast i DKK (pct)*]	9,78	4,68
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	9,07	4,14
Administrationsomk. (pct)*]	0,36	0,30
ÅOP	0,88	0,87

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

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Investerer primært i virksomhedsobligationer hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i EUR, NOK, SEK eller DKK. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fem andelsklasser:

- NFO, klass SEK Y h
- Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- Nordiske Virksomhedsobligationer – Akk., klasse DKK h
- Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 262.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 263-277.

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

# NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Renter og udbytter	40.448	11.695
Kursgevinster og tab	6.123	85
Administrationsomkostninger	-8.947	-2.855
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>37.624</b>	<b>8.925</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	145.988	83.931
Obligationer 1]	2.539.853	1.256.525
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.499	5.587
Afledte finansielle instrumenter	10.039	8.528
Andre aktiver	29.742	20.990
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.727.120</b>	<b>1.375.561</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	2.692.433	1.368.724
Afledte finansielle instrumenter	15.135	4.306
Mellemværende vedr. handelsafvikling	17.748	0
Anden gæld	1.805	2.531
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.727.120</b>	<b>1.375.561</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,7	92,3
Øvrige finansielle instrumenter	5,3	7,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	1.368.724	0
Emissioner i perioden	1.352.682	1.393.800
Indløsninger i perioden	-72.179	-40.681
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.582	6.681
Periodens resultat	37.624	8.925
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.692.433</b>	<b>1.368.724</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.692.433	1.368.724

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

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

NFO, klass SEK Y 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 fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisiko, 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,24 pct. i SEK, mens benchmarket steg med 4,92 pct. i SEK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores

forventning gav nordiske virksomhedsobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

De nordiske kreditspænd indsnævredes i løbet af halvåret med omkring 15 basispunkter. Selv med rekordstor udstedelse blev det nye udbud absorberet af en generelt stigende appetit på virksomhedsobligationer. Foruden de sædvanlige udstedere har der fortsat været placeringer af nye og for det meste ikke-ratede virksomhedsobligationer, hvoraf mange er udstedt af mellemstore virksomheder. Udtalelserne fra ECB i juni styrkede forventningen om, at centralbanker over hele Europa fortsat vil støtte bankernes – og dermed indirekte virksomhedernes – vækstsignaler og likviditetsbehov.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,68 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldtes stort set kun den valgte begrænsede renterisiko. Andelsklassen havde en varighed på knap to år i det meste af første halvår, hvilket er mere end to år lavere benchmark. Forskellen svarer til et negativt relativt bidrag på ca. 1,30 procentpoint. Modsat bidrog obligationsvalget på papirniveau ganske positivt med ca. 0,50 procentpoint. Det var typisk lange obligationer, der gav de bedste afkast, bl.a. obligationer udstedt af Investor, Pohjola og Storebrand.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

En markant korrektion mod et højere renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden,

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til SEK
Fondskode: DK0060500346
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	29,1%
1-3 år	14,5%
3-5 år	33,7%
5-10 år	17,9%
Øvrige inkl. likvide	4,8%

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorerne risikopræferencer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer et positivt afkast for andet halvår 2014. Da vi ikke har de store forventninger om yderligere fald i de underliggende renter, bør en attraktiv rente og fortsat pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte andelsklassens resultat. Vi venter også, at udbuddet af relativt solide selskaber og de attraktive rentespænd fortsat vil sikre pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer. Den begrænsede rentefølsom i forhold til andre aktivklasser bør fortsat skabe efterspørgsel – mange obligationer udstedes med variabel rente i modsætning til bl.a. statsobligationer, europæiske investment grade erhvervsobligationer og amerikanske high yield-obligationer.

Vi mener fortsat, at en begrænset renterisiko er mest fornuftig og ser attraktive muligheder i enkelte selskaber og obligationer med lav kreditvurdering.

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.



# NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

NFO, klass SEK Y h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### NFO, KLASSE SEK Y H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	3.12.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.331	-14
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-4.232	146
Administrationsomkostninger	-285	-2
<b>Klassens resultat</b>	<b>-2.186</b>	<b>130</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	3.12.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	9.987	0
Emissioner i perioden	296.402	9.821
Indløsninger i perioden	-623	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	947	36
Periodens resultat	-2.186	130
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>304.528</b>	<b>9.987</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	3.12.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	304.528	9.987
Antal andele	3.625.473	118.607
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	103,13	99,89
Afkast i SEK (pct)*]	3,24	-0,11
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	4,92	-0,10
Administrationsomk. (pct)*]	0,21	0,42

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

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK 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 fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisiko 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 4,00 pct. i NOK, mens benchmarket steg med 5,31 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til

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

### Markedet

De nordiske kreditspænd indsnævredes i løbet af halvåret med omkring 15 basispunkter. Selv med rekordstor udstedelse blev det nye udbud absorberet af en generelt stigende appetit på virksomhedsobligationer. Foruden de sædvanlige udstedere har der fortsat været placeringer af nye og for det meste ikke-ratede virksomhedsobligationer, hvoraf mange er udstedt af mellemstore virksomheder. Udtalelserne fra ECB i juni styrkede forventningen om, at centralbanker over hele Europa fortsat vil støtte bankernes – og dermed indirekte virksomhedernes – vækstsignaler og likviditetsbehov.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,31 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldtes stort set kun den valgte begrænsede renterisiko. Andelsklassen havde en varighed på knap to år i det meste af første halvår, hvilket er mere end to år lavere benchmark. Forskellen svarer til et negativt relativt bidrag på ca. 1,30 procentpoint. Modsat bidrog obligationsvalget på papirniveau ganske positivt med ca. 0,50 procentpoint. Det var typisk lange obligationer, der gav de bedste afkast, bl.a. obligationer udstedt af Investor, Pohjola og Storebrand.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

En markant korrektion mod et højere renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden,

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til NOK
Fondskode: DK0060500692
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	29,2%
1-3 år	14,6%
3-5 år	33,9%
5-10 år	18,0%
Øvrige inkl. likvide	4,3%

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorerne risikopræferencer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer et positivt afkast for andet halvår 2014. Da vi ikke har de store forventninger om yderligere fald i de underliggende renter, bør en attraktiv rente og fortsat pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte andelsklassens resultat. Vi venter også, at udbuddet af relativt solide selskaber og de attraktive rentespænd fortsat vil sikre pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer. Den begrænsede rentefølsom i forhold til andre aktivklasser bør fortsat skabe efterspørgsel – mange obligationer udstedes med variabel rente i modsætning til bl.a. statsobligationer, europæiske investment grade erhvervsobligationer og amerikanske high yield-obligationer.

Vi mener fortsat, at en begrænset renterisiko er mest fornuftig og ser attraktive muligheder i enkelte selskaber og obligationer med lav kreditvurdering.

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.

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### NORDISK KREDITTOBLIGASJON, KLASSE NOK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.070	1.462
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	3.201	-4.014
Administrationsomkostninger	-757	-248
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.514</b>	<b>-2.800</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	130.283	0
Emissioner i perioden	79.515	132.622
Indløsninger i perioden	-23.745	-8
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	446	469
Periodens resultat	4.514	-2.800
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>191.013</b>	<b>130.283</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	191.013	130.283
Antal andele	2.012.921	1.419.806
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	106,94	102,83
Afkast i NOK (pct)*]	4,00	2,83
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	5,31	2,22
Administrationsomk. (pct)*]	0,44	0,88

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

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Nordiska Företagsobligationer, klass SEK 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 fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,82 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg med 4,92 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse

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

### Markedet

De nordiske kreditspænd indsnævredes i løbet af halvåret med omkring 15 basispunkter. Selv med rekordstor udstedelse blev det nye udbud absorberet af en generelt stigende appetit på virksomhedsobligationer. Foruden de sædvanlige udstedere har der fortsat været placeringer af nye og for det meste ikke-ratede virksomhedsobligationer, hvoraf mange er udstedt af mellemstore virksomheder. Udtalelserne fra ECB i juni styrkede forventningen om, at centralbanker over hele Europa fortsat vil støtte bankernes – og dermed indirekte virksomhedernes – vækstsignaler og likviditetsbehov.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,10 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldtes stort set kun den valgte begrænsede renterisiko. Andelsklassen havde en varighed på knap to år i det meste af første halvår, hvilket er mere end to år lavere benchmark. Forskellen svarer til et negativt relativt bidrag på ca. 1,30 procentpoint. Modsat bidrog obligationsvalget på papirniveau ganske positivt med ca. 0,50 procentpoint. Det var typisk lange obligationer, der gav de bedste afkast, bl.a. obligationer udstedt af Investor, Pohjola og Storebrand.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

En markant korrektion mod et højere renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden,

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindekator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til SEK
Fondskode: DK0060500262
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	29,1%
1-3 år	14,6%
3-5 år	33,8%
5-10 år	17,9%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorerne risikopræferencer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer et positivt afkast for andet halvår 2014. Da vi ikke har de store forventninger om yderligere fald i de underliggende renter, bør en attraktiv rente og fortsat pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte andelsklassens resultat. Vi venter også, at udbuddet af relativt solide selskaber og de attraktive rentespænd fortsat vil sikre pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer. Den begrænsede rentefølsom i forhold til andre aktivklasser bør fortsat skabe efterspørgsel – mange obligationer udstedes med variabel rente i modsætning til bl.a. statsobligationer, europæiske investment grade erhvervsobligationer og amerikanske high yield-obligationer.

Vi mener fortsat, at en begrænset renterisiko er mest fornuftig og ser attraktive muligheder i enkelte selskaber og obligationer med lav kreditvurdering.

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.

# NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### NORDISKA FÖRETAGSOBLIGATIONER, KLASS SEK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	9.274	1.678
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-11.902	363
Administrationsomkostninger	-1.889	-447
<b>Klassens resultat</b>	<b>-4.517</b>	<b>1.594</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	227.139	0
Emissioner i perioden	425.345	265.155
Indløsninger i perioden	-36.221	-40.668
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.588	1.059
Periodens resultat	-4.517	1.594
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>613.335</b>	<b>227.139</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	613.335	227.139
Antal andele	7.083.414	2.631.319
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	106,30	102,39
Afkast i SEK (pct)*]	3,82	2,39
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	4,92	2,06
Administrationsomk. (pct)*]	0,44	0,88

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

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende, klasse DKK 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 fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,25 pct., mens benchmarket steg med 4,44 pct. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og

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

### Markedet

De nordiske kreditspænd indsnævredes i løbet af halvåret med omkring 15 basispunkter. Selv med rekordstør udstedelse blev det nye udbud absorberet af en generelt stigende appetit på virksomhedsobligationer. Foruden de sædvanlige udstedere har der fortsat været placeringer af nye og for det meste ikke-ratede virksomhedsobligationer, hvoraf mange er udstedt af mellemstore virksomheder. Udtalelserne fra ECB i juni styrkede forventningen om, at centralbanker over hele Europa fortsat vil støtte bankernes – og dermed indirekte virksomhedernes – vækstsignaler og likviditetsbehov.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,19 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det negative relative afkast skyldtes stort set kun den valgte begrænsede renterisiko. Andelsklassen havde en varighed på knap to år i det meste af første halvår, hvilket er mere end to år lavere benchmark. Forskellen svarer til et negativt relativt bidrag på ca. 1,30 procentpoint. Modsat bidrog obligationsvalget på papirniveau ganske positivt med ca. 0,50 procentpoint. Det var typisk lange obligationer, der gav de bedste afkast, bl.a. obligationer udstedt af Investor, Pohjola og Storebrand.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

En markant korrektion mod et højere renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden,

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til DKK
Fondskode: DK0060500502
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	28,8%
1-3 år	14,4%
3-5 år	33,4%
5-10 år	17,7%
Øvrige inkl. likvide	5,7%



## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorenes risikopræferencer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer et positivt afkast for andet halvår 2014. Da vi ikke har de store forventninger om yderligere fald i de underliggende renter, bør en attraktiv rente og fortsat pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte andelsklassens resultat. Vi venter også, at udbuddet af relativt solide selskaber og de attraktive rentespænd fortsat vil sikre pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer. Den begrænsede rentefølsom i forhold til andre aktivklasser bør fortsat skabe efterspørgsel – mange obligationer udstedes med variabel rente i modsætning til bl.a. statsobligationer, europæiske investment grade erhvervsobligationer og amerikanske high yield-obligationer.

Vi mener fortsat, at en begrænset renterisiko er mest fornuftig og ser attraktive muligheder i enkelte selskaber og obligationer med lav kreditvurdering.

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.

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	35.990	11.130
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-4.372	-1.995
<b>Klassens resultat</b>	<b>31.618</b>	<b>9.135</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	952.151	0
Emissioner i perioden	55.104	937.957
Indløsninger i perioden	-11.503	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	214	5.060
Periodens resultat	31.618	9.135
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.027.584</b>	<b>952.151</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.027.584	952.151
Antal andele	9.781.972	9.358.688
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,05	101,74
Afkast i DKK (pct)*]	3,25	1,74
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	4,44	0,84
Administrationsomk. (pct)*]	0,44	0,88
ÅOP	1,09	1,14

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

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR 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 fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 3,52 pct. i EUR, mens benchmarket steg med 4,60 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav nordiske virksomhedsobligationer et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af kreditspændene.

### Markedet

De nordiske kreditspænd indsnævredes i løbet af halvåret med omkring 15 basispunkter. Selv med rekordstor udstedelse blev det nye udbud absorberet af en generelt stigende appetit på virksomhedsobligationer. Foruden de sædvanlige udstedere har der fortsat været placeringer af nye og for det meste ikke-ratede virksomhedsobligationer, hvoraf mange er udstedt af mellemstore virksomheder. Udtalelserne fra ECB i juni styrkede forventningen om, at centralbanker over hele Europa fortsat vil støtte bankernes – og dermed indirekte virksomhedernes – vækstsignaler og likviditetsbehov.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,08 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Det negative relative afkast skyldtes stort set kun den valgte begrænsede renterisiko. Andelsklassen havde en varighed på knap to år i det meste af første halvår, hvilket er mere end to år lavere benchmark. Forskellen svarer til et negativt relativt bidrag på ca. 1,30 procentpoint. Modsat bidrog obligationsvalget på papirniveau ganske positivt med ca. 0,50 procentpoint. Det var typisk lange obligationer, der gav de bedste afkast, bl.a. obligationer udstedt af Investor, Pohjola og Storebrand.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til EUR
Fondskode: DK0060500429
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	28,8%
1-3 år	14,4%
3-5 år	33,4%
5-10 år	17,7%
Øvrige inkl. likvide	5,7%

## NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

En markant korrektion mod et højere renteniveau vil påvirke markedet for nordiske virksomhedsobligationer negativt. Da andelsklassen har moderat varighed vil påvirkningen dog være begrænset. Stigende renter vil formentlig fjerne efterspørgselspresset efter obligationer, hvilket kan medføre højere rentespænd. Det anser vi dog som et usandsynligt scenarie.

Andelsklassen har investeret et begrænset beløb i virksomhedsobligationer af lavere kreditkvalitet. Disse papirer vil blive særligt påvirket af negative signaler om vækst i Norden, der ligger under det forventede. Tilsvarende gælder for efterstillede bank- og forsikringspapirer, som typisk er følsomme over for ændringer i investorenes risikopræferencer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer et positivt afkast for andet halvår 2014. Da vi ikke har de store forventninger om yderligere fald i de underliggende renter, bør en attraktiv rente og fortsat pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte andelsklassens resultat. Vi venter også, at udbuddet af relativt solide selskaber og de attraktive rentespænd fortsat vil sikre pæn efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer. Den begrænsede rentefølsom i forhold til andre aktivklasser bør fortsat skabe efterspørgsel – mange obligationer udstedes med variabel rente i modsætning til bl.a. statsobligationer, europæiske investment grade erhvervsobligationer og amerikanske high yield-obligationer.

Vi mener fortsat, at en begrænset renterisiko er mest fornuftig og ser attraktive muligheder i enkelte selskaber og obligationer med lav kreditvurdering.

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.

# NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

### POHJOISEN YRITYSLAINAT, OSUUSLAJI EUR H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	9.913	950
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-100	47
Administrationsomkostninger	-1.618	-132
<b>Klassens resultat</b>	<b>8.195</b>	<b>865</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	49.163	0
Emissioner i perioden	496.316	48.246
Indløsninger i perioden	-87	-5
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.386	58
Periodens resultat	8.195	865
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>555.972</b>	<b>49.163</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	9.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	555.972	49.163
Antal andele	7.060.407	645.898
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,56	10,20
Afkast i EUR (pct)*]	3,52	2,03
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	4,60	1,77
Administrationsomk. (pct)*]	0,44	0,88

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

## NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL



Investerer i primært obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 279.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 280-285.

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

# NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 NOK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	2.9.-31.12.13
Renter og udbytter	7.177	6.103
Kursgevinster og tab	5.577	353
Administrationsomkostninger	-393	-431
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>12.361</b>	<b>6.026</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.929	26.230
Obligationer 1]	416.202	580.126
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.273	0
Andre aktiver	1.366	1.853
<b>Aktiver i alt</b>	<b>424.770</b>	<b>608.209</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	422.022	588.026
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.693	19.917
Anden gæld	55	267
<b>Passiver i alt</b>	<b>424.770</b>	<b>608.209</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	95,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,5	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	2.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	588.026	0
Emissioner i perioden	68.887	754.301
Indløsninger i perioden	-247.470	-172.766
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	217	465
Periodens resultat	12.361	6.026
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>422.022</b>	<b>588.026</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	2.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.NOK)	422.022	588.026

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

## NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK, 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.

### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske 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 andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassens afkast for første halvår 2014 var på 2,52 pct. målt i NOK mod benchmarkafkastet på 0,70 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har mere end indfriet vores forventninger om et positivt afkast godt hjulpet af rentefald og lavere rentespænd.

### Markedet

Den norske 3-årige swaprente viste længe en flad til svagt stigende udvikling i første halvår, men faldt betydeligt i løbet af juni. Den 3-årige swaprente faldt således fra 2,11 pct. primo 2014 til 1,85 pct. ultimo første halvår. Faldet skyldtes hovedsageligt, at ECB sænkede renten i begyndelsen af juni og ikke mindst, at Norges Bank nedjusterede renteforventningerne den 19. juni. En kold vinter og store varelagre i begyndelsen af året bidrog til en meget dårlig BNP-vækst i første kvartal i USA. Den kinesiske økonomi viste også tegn på opbremsning, og væksten og inflationen i Europa var svag i hele halvåret. Derudover viste også den norske økonomi tegn på svaghed.

De kreditpræmier, som bankerne betaler for at låne penge i markedet, faldt en del i første halvår.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast oversteg benchmarkafkastet med 1,96 procentpoint. Merafkastet skyldes først og fremmest vores eksponering mod kreditpapirer frem for statspapirer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ifølge vores vurdering er den største risiko i porteføljen, at kreditpræmierne stiger. Der er desuden mulighed for, at et af de selskaber, vi har investeret i, går konkurs, men det mener vi, ikke er særlig sandsynligt i en portefølje af høj kvalitet. En meget svag makroøkonomisk udvikling, som fører til genopblussen af eurokrisen med bankkonkurser i Europa til følge, vil være et ubehageligt scenarie for porteføljen. Hvis det viser sig, at det norske boligmarked er en boble, der brister, vil dette også bidrage til stigende kreditpræmier. Endelig vil makroøkonomiske forhold, som medfører en kraftig nedgang i olieprisen, også påvirke norske selskaber negativt og øge risikoen for konkurser og stigende kreditpræmier.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindeksator [1-7]: 2

Benchmark: STX1 - Oslo Børs Statsobligasjonsindeks, fixed duration 0,25 year

Fondskode: DK0060517746

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år 99,5%

Øvrige inkl. likvide 0,5%



## NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at andet halvår 2014 fortsat vil være præget af udviklingen i USA, EU og ikke mindst Kina. Vi forventer, at den amerikanske vækst retter sig op, idet mange af første kvartals dårlige tal skyldes engangseffekter. Vi forventer ikke en hård landing i Kina, og vi er spændte på at se effekterne af ECB's nye stimulanspakke for eurozonen. Vi forventer ikke, at udsigterne for den norske økonomi er så dårlige, som Norges Bank og det norske rentemarked giver udtryk for.

Vi har stadigvæk større tiltro til kreditpapirer end til statspapirer. Vi mener, at det løbende merafkast er pænt set i forhold til den risiko, vi tager. Vi ser et lille fald i kreditpræmierne som mere sandsynligt end en stigning, selv om sidstnævnte ikke kan udelukkes i en fortsat usikker verden. Vi vil løbende vurdere andelsklassens eksponering til henholdsvis bank- og industrisektoren ud fra de aktuelle markedsforventninger.

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 vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

## NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	24.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	431	101
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-34	-14
<b>Klassens resultat</b>	<b>397</b>	<b>87</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	24.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	15.103	0
Emissioner i perioden	1.050	15.017
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1	-1
Periodens resultat	397	87
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>16.551</b>	<b>15.103</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	24.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.NOK)	16.551	15.103
Antal andele	160.509	150.167
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	103,11	100,57
Afkast i NOK [pct]*]	2,52	0,57
Benchmarkafkast i NOK [pct]*]	0,70	0,34
Administrationsomk. [pct]*]	0,21	0,44

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

## NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK 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 i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske 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 andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassens afkast for første halvår 2014 var på 2,66 pct. målt i NOK mod benchmarkafkastet på 0,70 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har mere end indfriet vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet af rentefald og lavere rentespænd.

### Markedet

Den norske 3-årige swaprente viste længe en flad til svagt stigende udvikling i første halvår, men faldt betydeligt i løbet af juni. Den 3-årige swaprente faldt således fra 2,11 pct. primo 2014 til 1,85 pct. ultimo første halvår. Faldet skyldtes hovedsageligt, at ECB sænkede renten i begyndelsen af juni og ikke mindst, at Norges Bank nedjusterede renteforventningerne den 19. juni. En kold vinter og store varelagre i begyndelsen af året bidrog til en meget dårlig BNP-vækst i første kvartal i USA. Den kinesiske økonomi viste også tegn på opbremsning, og væksten og inflationen i Europa var svag i hele halvåret. Derudover viste også den norske økonomi tegn på svaghed.

De kreditpræmier, som bankerne betaler for at låne penge i markedet, faldt en del i første halvår.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast oversteg benchmarkafkastet med 1,96 procentpoint. Merafkastet skyldes først og fremmest vores eksponering i kreditpapirer frem for statspapirer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Ifølge vores vurdering er den største risiko i porteføljen, at kreditpræmierne stiger. Der er desuden mulighed for, at et af de selskaber, vi har investeret i, går konkurs, men det mener vi, ikke er særlig sandsynligt i en portefølje af høj kvalitet. En meget svag makroøkonomisk udvikling, som fører til genopblussen af eurokrisen med bankkonkurser i Europa til følge, vil være et ubehageligt scenarie for porteføljen. Hvis det viser sig, at det norske boligmarked er en boble, der brister, vil dette også bidrage til stigende kreditpræmier. Endelig vil makroøkonomiske forhold, som medfører en kraftig nedgang i olieprisen, også påvirke norske selskaber negativt og øge risikoen for konkurser og stigende kreditpræmier.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2013

Risikoindeksator [1-7]: 2

Benchmark: STX1 - Oslo Børs Statsobligasjonsindeks, fixed duration 0,25 year

Fondskode: DK0060506707

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år 99,5%

Øvrige inkl. likvide 0,5%

## NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at andet halvår 2014 fortsat vil være præget af udviklingen i USA, EU og ikke mindst Kina. Vi forventer, at den amerikanske vækst retter sig op, idet mange af første kvartals dårlige tal skyldes engangseffekter. Vi forventer ikke en hård landing i Kina, og vi er spændte på at se effekterne af ECB's nye stimulanspakker for eurozonen. Vi forventer ikke, at udsigterne for den norske økonomi er så dårlige, som Norges Bank og det norske rentemarked giver udtryk for.

Vi har stadigvæk større tiltro til kreditpapirer end til statspapirer. Vi mener, at det løbende merafkast er pænt set i forhold til den risiko, vi tager. Vi ser et lille fald i kreditpræmierne som mere sandsynligt end en stigning, selv om sidstnævnte ikke kan udelukkes i en fortsat usikker verden. Vi vil løbende vurdere andelsklassens eksponering til henholdsvis bank- og industrisektoren ud fra de aktuelle markedsforventninger.

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 vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

## NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK I

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	2.9.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	12.311	6.341
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-347	-402
<b>Klassens resultat</b>	<b>11.964</b>	<b>5.939</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	2.9.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	572.923	0
Emissioner i perioden	67.838	739.284
Indløsninger i perioden	-247.470	-172.766
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	217	466
Periodens resultat	11.964	5.939
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>405.472</b>	<b>572.923</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	2.9.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.NOK)	405.472	572.923
Antal andele	3.912.135	5.674.853
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	103,64	100,96
Afkast i NOK (pct)*]	2,66	0,96
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	0,70	0,55
Administrationsomk. (pct)*]	0,08	0,17

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

## NYE MARKEDER

Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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 ne- denfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under ud- vikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbun- det 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, 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 risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,87 pct., mens benchmark steg 6,75 pct. Afdelingens afkast var så- ledes meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i bench- mark 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 1,12 procentpoint højere end afkastet på 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 re- former satte gang i investeringslysten. Således steg cement- selskabet Grasim Industries og dets datterselskab Ultratech på forventningen om, at den nye regerings fokus på infra- struktur vil puste nyt liv i efterspørgslen i branchen. Afdelin- gens finansaktier HDFC og ICICI Bank klarede sig også godt. Pæn vækst i udlån til privatkunder opvejede et mere trykket erhvervslåne marked 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: April 1992
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015710602
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### LANDEFORDELING

Brasilien	14,1%
Indien	12,9%
Hong Kong	9,7%
Mexico	8,1%
Syd Korea	6,1%
Øvrige inkl. likvide	49,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	14,07
Tracking error	4,65
Information Ratio	0,79
Jensen Alpha	0,43
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	14,28
Active share	89,73

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## NYE MARKEDER

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 tilgodesse 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 markedsfordel 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 investorernes 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 repræsentant for 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 vækstudsigt.

## NYE MARKEDER

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	52.500	66.802
Kursgevinster og tab	226.202	-378.847
Administrationsomkostninger	-26.626	-36.265
Resultat før skat	252.076	-348.310
Rente- og udbytteskat	-5.806	-5.671
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>246.270</b>	<b>-353.982</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	57.713	57.339
Kapitalandele 1]	3.538.152	3.488.059
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.741	8.771
Andre aktiver	10.086	5.287
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.608.692</b>	<b>3.559.455</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.601.984	3.542.643
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	3.080
Anden gæld	6.708	13.732
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.608.692</b>	<b>3.559.455</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,6	1,6
<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	3.542.643	4.725.430
Udlønding fra sidste år	-287.748	-143.142
Emissioner i perioden	388.598	168.177
Indløsninger i perioden	-290.651	-412.472
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.871	2.833
Periodens resultat	246.270	-353.982
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.601.984</b>	<b>3.986.843</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.601.984	3.986.843
Antal andele	12.637.021	13.278.077
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	285,03	300,26
Afkast i DKK (pct)*]	7,87	-7,38
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,75	-8,31
Administrationsomk. (pct)*]	0,78	0,78
ÅOP	1,86	1,85

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



## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

---

Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Global Emerging Markets, klasse NOK
- Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 290.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 291-296.

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

## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	15.464	15.856
Kursgevinster og tab	73.208	-81.085
Administrationsomkostninger	-7.727	-8.764
Resultat før skat	80.946	-73.993
Rente- og udbytteskat	-1.700	-1.334
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>79.246</b>	<b>-75.327</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	61.174	21.747
Kapitalandele 1]	1.178.742	867.827
Mellemværende vedr. handelsafvikling	36.162	6.597
Andre aktiver	3.363	1.257
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.279.441</b>	<b>897.427</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.194.831	894.119
Mellemværende vedr. handelsafvikling	82.412	0
Anden gæld	2.198	3.309
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.279.441</b>	<b>897.427</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,1	97,6
Øvrige finansielle instrumenter	4,9	2,4
<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	894.119	1.166.345
Emissioner i perioden	390.059	49.499
Indløsninger i perioden	-171.011	-230.220
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.418	1.408
Periodens resultat	79.246	-75.327
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.194.831</b>	<b>911.705</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.194.831	911.705

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

## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

Global Emerging Markets, klasse NOK, 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.

### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. 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 andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden starten den 16. juni et afkast på 0,95 pct. målt i NOK mod et benchmarkafkast på 2,29 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

### Markedet

De nye aktiemarkeder steg en smule siden andelsklassens start. Den lempelige pengepolitik fra verdens større centralbanker samt spæde tegn på en økonomisk vending løftede umiddelbart markedsstemningen. Den europæiske centralbank sænkede sin ledende rente, så den for første gang nogensinde var negativ, mens lovende fremstillingstal fra Kina, Japan og USA gav håb om en økonomisk vending. Den amerikanske centralbanks fokus på at holde renten lav i længere tid gav investortilliden et skub. Urolighederne i Irak trak markedet ned, da oliepriserne steg på grund af bekymring om mulige afbrydelser af olieforsyningerne.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens eksponering uden for benchmark mod Hongkong gav et negativt bidrag til det relative resultat, da positionerne i Standard Chartered, Hang Lung Group and Swire Properties trak ned. Standard Chartered nedjusterede sine forventninger på baggrund af de stadigt dårligere markedsforhold. Ledelsen understregede imidlertid, at problemerne var aktuelt for hele branchen og ikke for selskabet alene.

Den svage udvikling i afdelingens positioner i Mexico, Brasilien og Sydafrika trak yderligere ned i det relative resultat. Eksempelvis var afdelingens sydafrikanske detailhandelsaktier Truworths og Massmart tynget af en træg indenlandsk vækst.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets Net Total return measured in NOK
Fondskode: DK0060563930
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

Brasilien	13,5%
Indien	12,6%
Hong Kong	10,1%
Mexico	6,9%
Syd Korea	6,0%
Øvrige inkl. likvide	50,9%

## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

Afdelingens overvægt og positive aktieudvælgelse i Indien og Thailand bidrog derimod positivt. Det indiske software-selskab Infosys steg på nyheden om, at det tidligere bestyrelsesmedlem i SAP Vishal Sikka ville tiltræde som administrerende direktør. Hans udnævnelse fejrer en stor del af den usikkerhed væk, som opstod efter en række opsigelser på direktionsgangen. Vishal Sikka har tidligere opnået rigtig gode resultater og er kendt for sin innovative tilgang. Hero MotoCorps aktiekurs kom stærkt igen på selskabets planer om at oprette en fremstillingsenhed i Colombia med henblik på at få adgang til det latinamerikanske marked.

### 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, for markedet venter det, kan det skabe fornyet pres på aktivpriserne i de nye markeder, herunder i andelsklassens 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 andelsklassens store eksponering mod den finansielle sektor. En ændring vil tilgodese 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 mar-

keders fordel 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 investorernes entusiasme.

Andelsklassens 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 kvalitetsselskaber med attraktive værdiansættelser. Andelsklassens eksponering mod den finansielle sektor, som repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave penetration af finansielle produkter. Samtidig bør andelsklassens 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.

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 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.

## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

Global Emerging Markets, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### GLOBAL EMERGING MARKETS, KLASSE NOK

KLASSENS RESULTATPOSTER	13.6.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	-1.800
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-60
<b>Klassens resultat</b>	<b>-1.860</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	13.6.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	118.035
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	471
Periodens resultat	-1.860
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>116.647</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	116.647
Antal andele	1.302.206
Stk. størrelse NOK	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	100,95
Afkast i NOK (pct)*]	0,95
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	2,29
Administrationsomk. (pct)*]	0,96

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

## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

### Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK, 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 udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. 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 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 7,95 pct., mens benchmark steg 6,75 pct. Andelsklassens afkast var således meget 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 andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,20 procentpoint højere end afkastet på det de nye aktiemarkeder. Særligt overvægten af Indien og Tyrkiet bidrog til andelsklassens 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. Andelsklassens 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.

Andelsklassens 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.

#### ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2006
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060042026
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

#### LANDEFORDELING

Brasilien	13,5%
Indien	12,6%
Hong Kong	10,1%
Mexico	6,9%
Sydkorea	6,0%
Øvrige inkl. likvide	50,9%

#### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,89
Standardafvigelse	13,95
Tracking error	4,74
Information Ratio	0,78
Jensen Alpha	0,44
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	14,28
Active share	92,38

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

Modsat trak den svage udvikling i andelsklassens 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 andelsklassens 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 andelsklassens store eksponering mod den finansielle sektor. En ændring vil tilgodesse 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 markedsfordel 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 omstruktu-

rering. 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 investorernes entusiasme.

Andelsklassens 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 kvalitetsselskaber med attraktive værdiansættelser. Andelsklassens eksponering mod den finansielle sektor, som repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave penetration af finansielle produkter. Samtidig bør andelsklassens 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.

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 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.

## NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	88.698	-70.491
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-7.592	-4.836
<b>Klassens resultat</b>	<b>81.106</b>	<b>-75.327</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	894.119	1.166.345
Emissioner i perioden	272.024	49.499
Indløsninger i perioden	-171.011	-230.220
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.947	1.408
Periodens resultat	81.106	-75.327
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.078.184</b>	<b>911.705</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.078.184	911.705
Antal andele	4.455.172	3.888.547
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	242,01	234,46
Afkast i DKK (pct)*]	7,95	-7,11
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,75	-8,31
Administrationsomk. (pct)*]	0,78	0,78
ÅOP	1,86	1,81

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



## NYE MARKEDER OBLIGATIONER

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder 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 af 2014 et afkast på 8,03 pct., mens benchmarket steg med 8,47 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav obligationer fra de nye markeder et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet).

### Markedet

Efter at have været ude i et alvorligt stormvejr i 2013 kom 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 neddrøsling af den amerikanske centralbanks 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 renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev indsnævret med 0,40 procentpoint. Da samtidig den underliggende amerikanske statsrente faldt med ca. 0,45 procentpoint, kunne vi konstatere et samlet rentefald i markedet på 0,85 procentpoint til 5,05 pct. ultimo første halvår.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,44 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Landeallokeringen trak samlet set ned i afkastet. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine var blandt de lande, der klarede sig dårligst i perioden. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Venezuela, Slovenien og Sri Lanka. Venezuela blev med et afkast på næsten 20 pct. det land, der klarede sig allerbedst i halvåret.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2002
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til DKK
Fondskode: DK0016209323
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	3,7%
1-3 år	8,7%
3-5 år	23,5%
5-10 år	48,8%
Over 10 år	12,8%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,42
Standardafvigelse	7,68
Tracking error	1,71
Information Ratio	1,22
Jensen Alpha	0,16
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	7,12

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER

Det gav også et negativt bidrag til det relative afkast, at andelsklassen i januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde en mindre kursfølsomhed over for fald i den underliggende amerikanske statsrente end benchmarket.

Der var derimod et stort positivt bidrag til det relative afkast fra obligationsvalget i de enkelte lande, hvor især investeringerne i Venezuela, Argentina, Mexico, Brasilien og Rusland bidrog positivt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afdelingens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det resultere i et negativt afkast i afdelingen på knap 4 pct.

De politiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte alligevel ender med at intervenere militært, vil det utvivlsomt udløse massive kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande til sammen udgør ca. 10 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i afdelingen.

Det er også værd at holde øje med den anspændte situationen i Mellemøsten, hvor borgerkrigen i Syrien nu har bredt sig til Irak. Store flytningstrømme fra Syrien truer med at destabilisere den skrøbelige magtbalance i Libanon, og situationen i den israelsk besatte Vestbred bliver stadig mere problematisk. Men afdelingen har dog kun en ganske beskedne eksponering til denne region.

Endelig skal nævnes, at der er en risiko for, at Argentina meget mod deres vilje kan blive tvunget til at gå i såkaldt teknisk betalingsstandsning på nogle bestemte obligationsserier udstedt under amerikanske domstoles jurisdiktion. Denne type argentinske obligationer udgør ca. 1 pct. af porteføljen, mens de fylder ca. 2 pct. i benchmarket.

### Forventninger til markedet samt strategi

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 god efterspørgsel efter obligationer fra nye markeder, fordi de rente- og afkastmæssigt stadig har et stort efterslæb i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed. Samtidig er de makroøkonomiske udsigter for landene i nye markeder set under ét 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 obligationer fra nye markeder i andet halvår af 2014.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, i porteføljen sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på neutral.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Latinamerika. Det skyldes, at vi ratingklasse for ratingklasse kan konstatere, at Europa alt andet lige handler noget billigere end Latinamerika.

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.

# NYE MARKEDER OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	284.949	242.213
Kursgevinster og tab	515.876	-831.910
Administrationsomkostninger	-49.824	-43.658
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>751.001</b>	<b>-633.356</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	159.464	36.904
Obligationer 1]	10.124.945	8.518.689
Mellemværende vedr. handelsafvikling	30.832	0
Afledte finansielle instrumenter	65.658	119.651
Andre aktiver	161.998	155.763
<b>Aktiver i alt</b>	<b>10.542.896</b>	<b>8.831.007</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	10.456.857	8.782.573
Afledte finansielle instrumenter	7.956	14.350
Mellemværende vedr. handelsafvikling	69.167	12.723
Anden gæld	8.916	21.362
<b>Passiver i alt</b>	<b>10.542.896</b>	<b>8.831.007</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,1	1,6
<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	8.782.573	9.318.273
Udlønding fra sidste år	-195.612	-976.452
Emissioner i perioden	1.630.545	1.380.529
Indløsninger i perioden	-522.029	-798.336
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	10.379	4.924
Periodens resultat	751.001	-633.356
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>10.456.857</b>	<b>8.295.583</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	10.456.857	8.295.583
Antal andele	91.203.804	78.085.966
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,65	106,24
Afkast i DKK (pct)*]	8,03	-7,22
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	8,47	-8,07
Administrationsomk. (pct)*]	0,52	0,49
ÅOP	1,34	1,29

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

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL



Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- Emerging Markets Debt Hard Currency – Acc., class EUR h
- Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 301.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 302-313.

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

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	131.436	67.431
Kursgevinster og tab	260.617	-227.369
Administrationsomkostninger	-25.075	-12.158
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>366.978</b>	<b>-172.097</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	149.191	62.365
Obligationer 1]	6.498.080	2.778.274
Mellemværende vedr. handelsafvikling	52.071	4.634
Afledte finansielle instrumenter	34.026	38.196
Andre aktiver	104.297	49.921
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.837.664</b>	<b>2.933.389</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	6.778.498	2.922.412
Afledte finansielle instrumenter	5.332	4.515
Mellemværende vedr. handelsafvikling	48.039	0
Anden gæld	5.794	6.463
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.837.664</b>	<b>2.933.389</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,3	96,7
Øvrige finansielle instrumenter	2,7	3,3
<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	2.922.412	2.269.285
Emissioner i perioden	3.506.122	447.016
Indløsninger i perioden	-36.324	-903.431
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	19.311	4.602
Periodens resultat	366.978	-172.097
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>6.778.498</b>	<b>1.645.375</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.778.498	1.645.375

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

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji 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 primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder 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 andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen, der havde opstart den 22. maj 2014, gav i den resterende del af første halvår et afkast på 1,68 pct. målt i EUR, mens benchmarket i samme periode steg med 1,52 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overens-

stemmelse med vores forventning gav obligationer fra de nye markeder et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet).

#### Markedet

I maj og juni fortsatte markedet den positive trend, som havde rådet siden begyndelsen af februar. I perioden blev renteforskellen (kreditspændet) mellem emerging marketsstatsobligationer udstedt i USD og tilsvarende amerikanske statsobligationer indsnævret med 0,12 procentpoint. Da den underliggende amerikanske statsrente samtidig faldt med 0,03 procentpoint, kunne vi konstatere et samlet rentefald i markedet på 0,15 procentpoint til 5,05 pct. ved halvårets udgang.

#### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassen gav et merafkast på ca. 0,16 procentpoint i forhold til benchmark.

Landeallokeringen trak en smule ned i afkastet. Det skyldtes primært negative bidrag fra overvægte i Irak, Qatar og Mongoliet, som ikke fuldt ud blev opvejet af positive bidrag fra overvægtene i Rusland og Slovenien samt fra undervægtene i Filippinerne, Sydafrika og Libanon.

Til gengæld bidrog såvel styringen af porteføljens renterisiko som obligationsvalget i de enkelte lande positivt til afkastet. På overordnet niveau havde andelsklassen nogenlunde samme renterisiko, dvs. kursfølsomhed over for ændringer i de underliggende statsrenter i USA og Europa, som benchmark, men det dækkede over en mindre følsomhed over for renteændringer i USA og en tilsvarende større følsomhed over for renteændringer i Europa. Da renterne i perioden faldt mere i Europa end i USA, gav denne strategi et pænt positivt bidrag til merafkastet.

Med hensyn til papirvalget var det især investeringerne i Ukraine, Rumænien og Mexico, der trak op i afkastet.

#### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til EUR
Fondskode: DK0060549863
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### VARIGHEDER

0-1 år	3,6%
1-3 år	8,0%
3-5 år	24,0%
5-10 år	49,9%
Over 10 år	11,6%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afdelingens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det resultere i et negativt afkast i afdelingen på knap 4 pct.

De politiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte alligevel ender med at intervenere militært, vil det utvivlsomt udløse massive kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande til sammen udgør ca. 10 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i afdelingen.

Det er også værd at holde øje med den anspændte situationen i Mellemøsten, hvor borgerkrigen i Syrien nu har bredt sig til Irak. Store flytningestrømme fra Syrien truer med at destabilisere den skrøbelige magtbalance i Libanon, og situationen i den israelsk besatte Vestbred bliver stadig mere problematisk. Men afdelingen har dog kun en ganske beskedne eksponering til denne region.

Endelig skal nævnes, at der er en risiko for, at Argentina meget mod deres vilje kan blive tvunget til at gå i såkaldt teknisk betalingsstandsning på nogle bestemte obligationsserier udstedt under amerikanske domstoles jurisdiktion. Denne type argentinske obligationer udgør ca. 1 pct. af porteføljen, mens de fylder ca. 2 pct. i benchmarket.

### Forventning til markedet samt strategi

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 god efterspørgsel efter obligationer fra nye markeder, fordi de rente- og afkastmæssigt stadig har et stort efterslæb i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed. Samtidig er de makroøkonomiske udsigter for landene i nye markeder set under ét 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 obligationer fra nye markeder i andet halvår af 2014.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, i porteføljen sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på neutral.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Latinamerika. Det skyldes, at vi ratingklasse for ratingklasse kan konstatere, at Europa alt andet lige handler noget billigere end Latinamerika.

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.

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY, OSUUSLAJI EUR W H

KLASSENS RESULTATPOSTER	22.5.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.771
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-630
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.141</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	22.5.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	667.442
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.506
Periodens resultat	4.141
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>675.089</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	675.089
Antal andele	8.905.165
Stk. størrelse EUR	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,17
Afkast i EUR (pct)*]	1,68
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	1,52
Administrationsomk. (pct)*]	0,52

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



## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Emerging Markets Debt Hard Currency – Accumulating, class EUR 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 primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder 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 risikoindekoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 8,26 pct. i EUR, mens benchmarket steg med 8,64 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores

forventning gav obligationer fra de nye markeder et positivt afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet).

### Markedet

Efter at have været ude i et alvorligt stormvejr i 2013 kom 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 neddrøsling af den amerikanske centralbanks 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 renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev indsnævret med 0,40 procentpoint. Da samtidig den underliggende amerikanske statsrente faldt med ca. 0,45 procentpoint, kunne vi konstatere et samlet rentefald i markedet på 0,85 procentpoint til 5,05 pct. ultimo første halvår.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,38 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Landallokeringen trak samlet set ned i afkastet. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine var blandt de lande, der klarede sig dårligst i perioden. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Venezuela, Slovenien og Sri Lanka. Venezuela blev med et afkast på næsten 20 pct. det land, der klarede sig allerbedst i halvåret.

Det gav også et negativt bidrag til det relative afkast, at andelsklassen i januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde en mindre kursfølsomhed over for fald i den underliggende amerikanske statsrente end benchmarket.

Der var derimod et stort positivt bidrag til det relative afkast fra obligationsvalget i de enkelte lande, hvor især investeringerne i Venezuela, Argentina, Mexico, Brasilien og Rusland bidrog positivt.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til EUR
Fondskode: DK0060294429
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	3,6%
1-3 år	8,0%
3-5 år	24,0%
5-10 år	49,9%
Over 10 år	11,6%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afdelingens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det resultere i et negativt afkast i afdelingen på knap 4 pct.

De politiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte alligevel ender med at intervenere militært, vil det utvivlsomt udløse massive kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande til sammen udgør ca. 10 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i afdelingen.

Det er også værd at holde øje med den anspændte situationen i Mellemøsten, hvor borgerkrigen i Syrien nu har bredt sig til Irak. Store flytningstrømme fra Syrien truer med at destabilisere den skrøbelige magtbalance i Libanon, og situationen i den israelsk besatte Vestbred bliver stadig mere problematisk. Men afdelingen har dog kun en ganske beskedne eksponering til denne region.

Endelig skal nævnes, at der er en risiko for, at Argentina meget mod deres vilje kan blive tvunget til at gå i såkaldt teknisk betalingsstandsning på nogle bestemte obligationsserier udstedt under amerikanske domstoles jurisdiktion. Denne type argentinske obligationer udgør ca. 1 pct. af porteføljen, mens de fylder ca. 2 pct. i benchmarket.

### Forventninger til markedet samt strategi

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 god efterspørgsel efter obligationer fra nye markeder, fordi de rente- og afkastmæssigt stadig har et stort efterslæb i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed. Samtidig er de makroøkonomiske udsigter for landene i nye markeder set under ét 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 obligationer fra nye markeder i andet halvår af 2014.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, i porteføljen sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på neutral.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Latinamerika. Det skyldes, at vi ratingklasse for ratingklasse kan konstatere, at Europa alt andet lige handler noget billigere end Latinamerika.

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.

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Emerging Markets Debt Hard Currency – Accumulating, class EUR h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY – ACCUMULATING CLASS EUR H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	332.948	-143.239
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-19.653	-6.816
<b>Klassens resultat</b>	<b>313.295</b>	<b>-150.055</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	2.452.523	2.247.898
Emissioner i perioden	2.241.808	162.773
Indløsninger i perioden	-25.765	-900.591
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	12.535	5.157
Periodens resultat	313.295	-150.055
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.994.396</b>	<b>1.365.183</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.994.396	1.365.183
Antal andele	53.303.686	16.151.711
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	12,57	11,33
Afkast i EUR (pct)*]	8,26	-6,81
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	8,64	-7,98
Administrationsomk. (pct)*]	0,52	0,55
ÅOP	1,34	1,28

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

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK 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 primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteudviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder 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

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 9,02 pct. i NOK, mens benchmarket steg med 9,23 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav obligationer fra de nye markeder et positivt

afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet).

### Markedet

Efter at have været ude i et alvorligt stormvejr i 2013 kom 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 neddrøsling af den amerikanske centralbanks 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 renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev indsnævret med 0,40 procentpoint. Da samtidig den underliggende amerikanske statsrente faldt med ca. 0,45 procentpoint, kunne vi konstatere et samlet rentefald i markedet på 0,85 procentpoint til 5,05 pct. ultimo første halvår.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,21 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Landeallokeringen trak samlet set ned i afkastet. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine var blandt de lande, der klarede sig dårligst i perioden. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Venezuela, Slovenien og Sri Lanka. Venezuela blev med et afkast på næsten 20 pct. det land, der klarede sig allerbedst i halvåret.

Det gav også et negativt bidrag til det relative afkast, at andelsklassen i januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde en mindre kursfølsomhed over for fald i den underliggende amerikanske statsrente end benchmarket.

Der var derimod et stort positivt bidrag til det relative afkast fra obligationsvalget i de enkelte lande, hvor især investeringerne i Venezuela, Argentina, Mexico, Brasilien og Rusland bidrog positivt.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK
Fondskode: DK0060517662
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	3,7%
1-3 år	8,1%
3-5 år	24,2%
5-10 år	50,3%
Over 10 år	11,6%
Øvrige inkl. likvide	2,1%

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afdelingens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det resultere i et negativt afkast i afdelingen på knap 4 pct.

De politiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte alligevel ender med at intervenere militært, vil det utvivlsomt udløse massive kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande til sammen udgør ca. 10 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i afdelingen.

Det er også værd at holde øje med den anspændte situationen i Mellemøsten, hvor borgerkrigen i Syrien nu har bredt sig til Irak. Store flytningestrømme fra Syrien truer med at destabilisere den skrøbelige magtbalance i Libanon, og situationen i den israelsk besatte Vestbred bliver stadig mere problematisk. Men afdelingen har dog kun en ganske beskedne eksponering til denne region.

Endelig skal nævnes, at der er en risiko for, at Argentina meget mod deres vilje kan blive tvunget til at gå i såkaldt teknisk betalingsstandsning på nogle bestemte obligationsserier udstedt under amerikanske domstoles jurisdiktion. Denne type argentinske obligationer udgør ca. 1 pct. af porteføljen, mens de fylder ca. 2 pct. i benchmarket.

### Forventninger til markedet samt strategi

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 god efterspørgsel efter obligationer fra nye markeder, fordi de rente- og afkastmæssigt stadig har et stort efterslæb i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed. Samtidig er de makroøkonomiske udsigter for landene i nye markeder set under ét 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 obligationer fra nye markeder i andet halvår af 2014.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, i porteføljen sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på neutral.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Latinamerika. Det skyldes, at vi ratingklasse for ratingklasse kan konstatere, at Europa alt andet lige handler noget billigere end Latinamerika.

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 vækstudsigter og dermed renteutviklingen.

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### NYE MARKEDER OBLIGASJON, KLASSE NOK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	31.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	25.204	658
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-3.440	-771
Administrationsomkostninger	-1.454	-132
<b>Klassens resultat</b>	<b>20.310</b>	<b>-245</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	31.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	109.778	0
Emissioner i perioden	235.875	109.828
Indløsninger i perioden	-91	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.136	195
Periodens resultat	20.310	-245
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>367.009</b>	<b>109.778</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	31.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	367.009	109.778
Antal andele	3.828.470	1.241.404
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	108,03	99,09
Afkast i NOK (pct)*]	9,02	-0,82
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	9,23	-1,03
Administrationsomk. (pct)*]	0,55	1,09

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

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Tillvækstmarknadsobligationer, klass SEK 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 primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder 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

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 8,83 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg med 9,00 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventning gav obligationer fra de nye markeder et positivt

afkast i første halvår godt hjulpet af rentefald og indsnævring af renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet).

### Markedet

Efter at have været ude i et alvorligt stormvejr i 2013 kom 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 neddrøsling af den amerikanske centralbanks 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 renteforskellen til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev indsnævret med 0,40 procentpoint. Da samtidig den underliggende amerikanske statsrente faldt med ca. 0,45 procentpoint, kunne vi konstatere et samlet rentefald i markedet på 0,85 procentpoint til 5,05 pct. ultimo første halvår.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,17 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Landeallokeringen trak samlet set ned i afkastet. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine var blandt de lande, der klarede sig dårligst i perioden. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Venezuela, Slovenien og Sri Lanka. Venezuela blev med et afkast på næsten 20 pct. det land, der klarede sig allerbedst i halvåret.

Det gav også et negativt bidrag til det relative afkast, at andelsklassen i januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde en mindre kursfølsomhed over for fald i den underliggende amerikanske statsrente end benchmarket.

Der var derimod et stort positivt bidrag til det relative afkast fra obligationsvalget i de enkelte lande, hvor især investeringerne i Venezuela, Argentina, Mexico, Brasilien og Rusland bidrog positivt.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til SEK
Fondskode: DK0060486090
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	3,6%
1-3 år	8,0%
3-5 år	24,0%
5-10 år	49,9%
Over 10 år	11,6%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Afdelingens obligationer har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor kursfølsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afdelingens afkast. Det kan beregnes, at hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i andet halvår, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det resultere i et negativt afkast i afdelingen på knap 4 pct.

De politiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte alligevel ender med at intervenere militært, vil det utvivlsomt udløse massive kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande til sammen udgør ca. 10 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i afdelingen.

Det er også værd at holde øje med den anspændte situationen i Mellemøsten, hvor borgerkrigen i Syrien nu har bredt sig til Irak. Store flytningestrømme fra Syrien truer med at destabilisere den skrøbelige magtbalance i Libanon, og situationen i den israelsk besatte Vestbred bliver stadig mere problematisk. Men afdelingen har dog kun en ganske beskedne eksponering til denne region.

Endelig skal nævnes, at der er en risiko for, at Argentina meget mod deres vilje kan blive tvunget til at gå i såkaldt teknisk betalingsstandsning på nogle bestemte obligationsserier udstedt under amerikanske domstoles jurisdiktion. Denne type argentinske obligationer udgør ca. 1 pct. af porteføljen, mens de fylder ca. 2 pct. i benchmarket.

### Forventninger til markedet samt strategi

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 god efterspørgsel efter obligationer fra nye markeder, fordi de rente- og afkastmæssigt stadig har et stort efterslæb i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed. Samtidig er de makroøkonomiske udsigter for landene i nye markeder set under ét 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 obligationer fra nye markeder i andet halvår af 2014.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, i porteføljen sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på neutral.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Latinamerika. Det skyldes, at vi ratingklasse for ratingklasse kan konstatere, at Europa alt andet lige handler noget billigere end Latinamerika.

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 vækstudsigter og dermed renteutviklingen.



## NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### TILLVÄXTMARKNADSOBLIGATIONER, KLASSE SEK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	46.263	-13.251
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-13.947	-8.565
Administrationsomkostninger	-3.085	-226
<b>Klassens resultat</b>	<b>29.232</b>	<b>-22.042</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	360.110	21.387
Emissioner i perioden	360.998	284.243
Indløsninger i perioden	-10.468	-2.840
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.134	-556
Periodens resultat	29.232	-22.042
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>742.005</b>	<b>280.192</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	742.005	280.192
Antal andele	8.630.987	3.486.106
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	105,55	94,54
Afkast i SEK (pct)*]	8,83	-6,06
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	9,00	-7,57
Administrationsomk. (pct)*]	0,54	0,63

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

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod danske kroner eller Euro. 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 statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod DKK. Afdelingen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. 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 obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder 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 6,87 pct., mens benchmark steg 6,37 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventninger gav obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta et positivt afkast i første halvår 2014 godt hjulpet af rentefald og stigende valutakurser i de nye markeder over for US dollar.

### Markedet

Det høje afkast i første halvår udgør en markant vending i forhold til 2013. Brasilien, Tyrkiet og Nigeria gav de tre bedste afkast, mens Rusland, Chile og Sydafrika gav de tre laveste. Samtidig gav markedet hver måned et positivt afkast med undtagelse af januar. Januars kursfald på obligationer fra lande i nye markeder skyldtes primært en række særlige forhold i enkelte lande: usikkerhed om den økonomiske udvikling i Tyrkiet, devaluering af valutaen i Argentina, voldelige protester i Ukraine samt bekymring om Kinas økonomiske vækst og landets kreditmarked. Lande med markante underskud på betalingsbalancen har med baggrund i stigende renter og svækkede valutaer siden 2013 kunnet styrke deres betalingsbalance. Dette har været positivt for markedet, da betalingsbalanceunderskud var den væsentligste grund til de store kursfald i de nye markeder i 2013.

På trods af vedvarende makroøkonomiske og politiske risici, som hovedsageligt vedrører konflikten mellem Rusland og Ukraine, begyndte investorerne globale set at se med mere positive øjne på obligationer fra lande i de nye markeder, idet de i en situation med lave udsving på markederne og et lavt renteniveau på de udviklede markeder er attraktive.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,50 procentpoint højere end benchmark som følge af positive bidrag fra papirvalg og afdelingens valutastrategi. Afdelingens overvægt i brasilianske og

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060073252
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs

### VARIGHEDER

0-1 år	11,1%
1-3 år	12,3%
3-5 år	25,3%
5-10 år	39,3%
Over 10 år	6,4%
Øvrige inkl. likvide	5,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,66
Standardafvigelse	8,79
Tracking error	1,05
Information Ratio	-0,53
Jensen Alpha	-0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	0,73
Standardafvigelse (benchm.)	8,78

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA

mexicanske obligationer bidrog positivt til merafkastet. Omvendt var der negative bidrag fra afdelingens undervægt af indonesiske og polske obligationer. Inden for valutavalg gav afdelingens kortsigtede position i russiske rubler og overvægten af mexicanske peso de største bidrag til afdelingens merafkast. Derimod trak en kortsigtede position i tyrkiske lire og undervægten af nigerianske naira ned.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

På længere sigt er der fortsat fornuftige udsigter for de nye markeder: stærke balancer med lav statsgæld, højere vækst end på de modne markeder og generelt sundere statsbalancer. Som følge af disse tendenser forventes obligationsmarkederne i landene fra de nye markeder fremover at klare sig bedre end mange af de vestlige obligationsmarkeder.

En af de største risici, de nye markeder står over for, er en mulig vækstnedgang i Kina. Afdelingen har imidlertid en passende afdækning på plads, hvis der skulle opstå negative overraskelser om Kinas fremtidige vækst eller yderligere usikkerhed om formueforvaltningsprodukter, idet vi fastholder en forsigtig tilgang til visse råvareproducerende landes valutaer i lyset af deres eksponering mod kinesisk vækst. Afdelingen er desuden positioneret mod en forventet bedring i amerikansk vækst. Dette er udtrykt ved undervægten af malaysiske og indonesiske obligationer og overvægten af den mexicanske peso. Den primære risiko for disse positioner er, at væksten i USA skuffer, og eksporterende lande blandt de nye markeder således bliver ramt af en svækket efterspørgsel. Vedvarende høj inflation i Brasilien udgør en risiko for porteføljens overvægt af brasilianske obligationer i lokalvalutaer, da centralbanken måske fortsætter med at hæve renten. Præsidentvalget, der afholdes til oktober, vil yderligere kunne påvirke politiske tiltag.

Global politik har haft stor betydning for afkastet i første halvår 2014, og dette forventes at fortsætte i andet halvår. Spændingen er aftaget mellem Rusland og Ukraine i forhold til højdepunktet i andet kvartal, men situationen er fortsat usikker. Desuden er der risiko for yderligere sanktioner, hvis krisen optrappes. Hidtil i år har vi dog ikke set, at specifikke kritiske begivenheder i nogle lande har spredt krisestemning til øvrige lande i de nye markeder.

Fremadrettet forventer vi, at politik bliver en stadig vigtigere indikator, som investorerne skal holde øje med, når de investerer i de nye markeder. Vi forventer, at der kommer større spredning i afkastet landene imellem i takt med, at norma-

liseringen af den amerikanske pengepolitik fortsætter med den amerikanske centralbanks nedtrapning af sine obligationsopkøb. Vi mener, at de lande, der står bedst rustet til at klare udfordringerne i et miljø med aftagende stimuli fra centralbankerne, er dem, der formår at føre en pengepolitik, der kan beskytte landets økonomi mod eventuelle økonomiske stød. Det vil sige hæve renten med henblik på at dæmpe den økonomiske vækst og inflationen i opgangstider og sænke renten med henblik på at understøtte væksten i mere vanskelige perioder. Eksempelvis har den ungarske centralbank sænket renten 23 måneder i træk for at fremme væksten på grund af den fortsat lave inflation, og Colombia overraskede markedet med en uventet rentestigning i lyset af forbedrede inflations- og væksttal.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at obligationsmarkederne i landene fra de nye markeder vil klare sig bedre end mange af de vestlige obligationsmarkeder i andet halvår 2014.

Afdelingen er positioneret mod to temaer. For det første mod en forventet økonomisk bedring i USA via investeringer i obligationer med kort løbetid i asiatiske lande, nemlig Malaysia og Indonesien. Asiatiske statsobligationer har fortsat ret flade rentekurver, da der ikke er stor forskel på afkastet på obligationer med kort og lang løbetid. Dette indikerer, at markedet ikke forventer nogen markant vækst eller rentestigninger fra centralbankerne. Vi forventer, at Asien vil nyde godt af en bedring i USA's økonomiske vækst, som desuden også kan være med til at løfte markedsrenterne. Vi har desuden en overvægt i mexicanske peso, fordi landet er ved at indføre omfattende reformer, som bør være med til at øge væksten, og landets beliggenhed tæt på USA bør øge efterspørgslen efter mexicanske varer og tjenesteydelser. For det andet ser vi værdi der, hvor vi tror markedet ikke indpriser sandsynligheden for rentestigninger eller rentenedsættelser fra visse centralbanker korrekt. Således har afdelingen overvægtet de brasilianske og colombianske obligationer, hvor vi mener, at markedet har indpriset for mange rentestigninger.

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.

## NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	138.370	224.235
Kursgevinster og tab	154.908	-789.188
Administrationsomkostninger	-27.263	-42.952
Resultat før skat	266.015	-607.905
Rente- og udbytteskat	-363	-3.468
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>265.652</b>	<b>-611.373</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	283.150	338.443
Obligationer 1]	5.101.882	5.550.918
Mellemværende vedr. handelsafvikling	160.338	10.444
Afledte finansielle instrumenter	43.472	114.257
Andre aktiver	82.088	109.188
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.670.931</b>	<b>6.123.250</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	5.613.590	6.011.881
Afledte finansielle instrumenter	29.499	87.816
Mellemværende vedr. handelsafvikling	18.636	3.305
Anden gæld	9.206	20.249
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.670.931</b>	<b>6.123.250</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,8	93,8
Øvrige finansielle instrumenter	6,2	6,2
<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	6.011.881	8.157.470
Udløning fra sidste år	0	-694.955
Emissioner i perioden	1.288.056	2.159.245
Indløsninger i perioden	-1.961.706	-506.233
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9.706	13.016
Periodens resultat	265.652	-611.373
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>5.613.590</b>	<b>8.517.170</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.613.590	8.517.170
Antal andele	54.094.069	81.604.238
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,77	104,37
Afkast i DKK (pct)*]	6,87	-6,32
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,37	-6,32
Administrationsomk. (pct)*]	0,55	0,47
ÅOP	1,40	1,41

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

## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
- Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 318.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 319-324.

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

## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	21.1.-30.06.13
Renter og udbytter	14.200	4.403
Kursgevinster og tab	23.909	-22.445
Administrationsomkostninger	-3.171	-892
Resultat før skat	34.939	-18.934
Rente- og udbytteskat	-149	-24
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>34.789</b>	<b>-18.958</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	99.146	26.926
Obligationer 1]	1.133.276	126.459
Mellemværende vedr. handelsafvikling	43.226	0
Afledte finansielle instrumenter	8.986	2.558
Andre aktiver	18.831	2.675
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.303.466</b>	<b>158.619</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.294.926	156.137
Afledte finansielle instrumenter	5.628	1.973
Mellemværende vedr. handelsafvikling	570	0
Anden gæld	2.342	509
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.303.466</b>	<b>158.619</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,1	82,1
Øvrige finansielle instrumenter	8,9	17,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	21.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	156.137	0
Emissioner i perioden	1.104.170	252.219
Indløsninger i perioden	-2.409	-17.631
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.239	0
Periodens resultat	34.789	-18.958
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.294.926</b>	<b>215.630</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.294.926	215.630

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

## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR, 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 primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod EUR. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. 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 obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder 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

Andelsklassen gav i første halvår af 2014 et afkast på 6,50 pct. i EUR, mens benchmarket steg 6,44 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. I overensstemmelse med vores forventninger gav obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta et positivt afkast i første halvår 2014 godt hjulpet af rentefald og stigende valutakurser i de nye markeder over for US dollar.

### Markedet

Det høje afkast i første halvår udgør en markant vending i forhold til 2013. Brasilien, Tyrkiet og Nigeria gav de tre bedste afkast, mens Rusland, Chile og Sydafrika gav de tre laveste. Samtidig gav markedet hver måned et positivt afkast med undtagelse af januar. Januars kursfald på obligationer fra lande i nye markeder skyldtes primært en række særlige forhold i enkelte lande: usikkerhed om den økonomiske udvikling i Tyrkiet, devaluering af valutaen i Argentina, voldelige protester i Ukraine samt bekymring om Kinas økonomiske vækst og landets kreditmarked. Lande med markante underskud på betalingsbalancen har med baggrund i stigende renter og svækkede valutaer siden 2013 kunnet styrke deres betalingsbalance. Dette har været positivt for markedet, da betalingsbalanceunderskud var den væsentligste grund til de store kursfald i de nye markeder i 2013.

På trods af vedvarende makroøkonomiske og politiske risici, som hovedsageligt vedrører konflikten mellem Rusland og Ukraine, begyndte investorerne globale set at se med mere positive øjne på obligationer fra lande i de nye markeder, idet de i en situation med lave udsving på markederne og et lavt renteniveau på de udviklede markeder er attraktive.

### Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,06 procentpoint højere end benchmark som følge af positive bidrag fra papirvalg og afdelingens valutastrategi. Afdelingens overvægt i brasilianske og mexicanske obligationer bidrog positivt til merafkastet. Omvendt var der negative bidrag fra afdelingens undervægt af indonesiske og polske obligationer. Inden for valutavalg gav afdelingens kortsigtede position i russiske rubler og

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Januar 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index – Emerging Markets Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060485522
Porteføljerådgiver: Goldman Sachs

### VARIGHEDER

0-1 år	9,2%
1-3 år	8,1%
3-5 år	28,7%
5-10 år	40,2%
Over 10 år	5,5%
Øvrige inkl. likvide	8,3%

## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

overvægten af mexicanske peso de største bidrag til afdelingens merafkast. Derimod trak en kortsigtede position i tyrkiske lire og undervægten af nigerianske naira ned.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

På længere sigt er der fortsat fornuftige udsigter for de nye markeder: stærke balancer med lav statsgæld, højere vækst end på de modne markeder og generelt sundere statsbalancer. Som følge af disse tendenser forventes obligationsmarkederne i landene fra de nye markeder fremover at klare sig bedre end mange af de vestlige obligationsmarkeder.

En af de største risici, de nye markeder står over for, er en mulig vækstnedgang i Kina. Afdelingen har imidlertid en passende afdækning på plads, hvis der skulle opstå negative overraskelser om Kinas fremtidige vækst eller yderligere usikkerhed om formueforvaltningsprodukter, idet vi fastholder en forsigtig tilgang til visse råvareproducerende landes valutaer i lyset af deres eksponering mod kinesisk vækst. Afdelingen er desuden positioneret mod en forventet bedring i amerikansk vækst. Dette er udtrykt ved undervægten af malaysiske og indonesiske obligationer og overvægten af den mexicanske peso. Den primære risiko for disse positioner er, at væksten i USA skuffer, og eksporterende lande blandt de nye markeder således bliver ramt af en svækket efterspørgsel. Vedvarende høj inflation i Brasilien udgør en risiko for porteføljens overvægt af brasilianske obligationer i lokalvalutaer, da centralbanken måske fortsætter med at hæve renten. Præsidentvalget, der afholdes til oktober, vil yderligere kunne påvirke politiske tiltag.

Global politik har haft stor betydning for afkastet i første halvår 2014, og dette forventes at fortsætte i andet halvår. Spændingen er aftaget mellem Rusland og Ukraine i forhold til højdepunktet i andet kvartal, men situationen er fortsat usikker. Desuden er der risiko for yderligere sanktioner, hvis krisen optrappes. Hidtil i år har vi dog ikke set, at specifikke kritiske begivenheder i nogle lande har spredt krisestemning til øvrige lande i de nye markeder.

Fremadrettet forventer vi, at politik bliver en stadig vigtigere indikator, som investorerne skal holde øje med, når de investerer i de nye markeder. Vi forventer, at der kommer større spredning i afkastet landene imellem i takt med, at normaliseringen af den amerikanske pengepolitik fortsætter med den amerikanske centralbanks nedtrapning af sine obligationsopkøb. Vi mener, at de lande, der står bedst rustet til at

klare udfordringerne i et miljø med aftagende stimuli fra centralbankerne, er dem, der formår at føre en pengepolitik, der kan beskytte landets økonomi mod eventuelle økonomiske stød. Det vil sige hæve renten med henblik på at dæmpe den økonomiske vækst og inflationen i opgangstider og sænke renten med henblik på at understøtte væksten i mere vanskelige perioder. Eksempelvis har den ungarske centralbank sænket renten 23 måneder i træk for at fremme væksten på grund af den fortsat lave inflation, og Colombia overraskede markedet med en uventet rentestigning i lyset af forbedrede inflations- og væksttal.

### Forventet markedsudvikling og strategi for 2014

Vi forventer, at obligationsmarkederne i landene fra de nye markeder vil klare sig bedre end mange af de vestlige obligationsmarkeder i andet halvår 2014.

Afdelingen er positioneret mod to temaer. For det første mod en forventet økonomisk bedring i USA via investeringer i obligationer med kort løbetid i asiatiske lande, nemlig Malaysia og Indonesien. Asiatiske statsobligationer har fortsat ret flade rentekurver, da der ikke er stor forskel på afkastet på obligationer med kort og lang løbetid. Dette indikerer, at markedet ikke forventer nogen markant vækst eller rentestigninger fra centralbankerne. Vi forventer, at Asien vil nyde godt af en bedring i USA's økonomiske vækst, som desuden også kan være med til at løfte markedsrenterne. Vi har desuden en overvægt i mexicanske peso, fordi landet er ved at indføre omfattende reformer, som bør være med til at øge væksten, og landets beliggenhed tæt på USA bør øge efterspørgslen efter mexicanske varer og tjenesteydelser. For det andet ser vi værdi der, hvor vi tror markedet ikke indpriser sandsynligheden for rentestigninger eller rentenedsættelser fra visse centralbanker korrekt. Således har afdelingen overvægtet de brasilianske og colombianske obligationer, hvor vi mener, at markedet har indpriset for mange rentestigninger.

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.



## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### KEHITTYVÄT KORKOMARKKINAT, PAIKALLISVALUUTTA, OSUUSLAJI EUR

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	21.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	20.210	-17.724
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-571	-707
Administrationsomkostninger	-1.454	-526
<b>Klassens resultat</b>	<b>18.186</b>	<b>-18.958</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	21.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	156.137	0
Emissioner i perioden	204.268	252.219
Indløsninger i perioden	-2.409	-17.631
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	738	0
Periodens resultat	18.186	-18.958
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>376.920</b>	<b>215.630</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	376.920	215.630
Antal andele	5.431.676	3.076.381
Stk. størrelse EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	9,31	9,40
Afkast i EUR (pct)*]	6,50	-6,03
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	6,44	-6,35
Administrationsomk. (pct)*]	0,57	0,56

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

## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende, klasse DKK, 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 primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod EUR. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. 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 obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder 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

Andelsklassen, der startede d. 8. april, gav et afkast på 3,03 pct., mens benchmark i samme periode steg 3,00 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold benchmark og konkurrenter.

### Markedet

Markedet for obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta steg fra 8. april 2014 3,80 pct. Det høje afkast udgør en markant vending i forhold til 2013. Fra 8. april 2014 leverede Nigeria, Filippinerne og Tyrkiet de tre højeste positive afkast, mens Indonesien, Thailand og Sydafrika leverede de tre laveste afkast.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,03 procentpoint højere end benchmark som følge af positive bidrag fra papirvalg og den aktive valutastrategi. Andelsklassens overvægt i brasilianske og mexicanske obligationer bidrog positivt til merafkastet. Omvendt var der et negativt bidrag fra afdelingens undervægt af obligationer fra Polen og Ungarn. Inden for valutavalg gav overvægten af Malaysia og undervægten af Indonesien de største bidrag til afdelingens merafkast. Derimod trak overvægten af Indien og undervægten af Nigeria ned i resultatet.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2014

På længere sigt er der fortsat fornuftige udsigter for de nye markeder: stærke balancer med lav statsgæld, højere vækst end på de modne markeder og generelt sundere statsbalancer. Som følge af disse tendenser forventes obligationsmarkederne i landene fra de nye markeder fremover at klare sig bedre end mange af de vestlige obligationsmarkeder.

En af de største risici, de nye markeder står over for, er en mulig vækstnedgang i Kina. Afdelingen har imidlertid en passende afdækning på plads, hvis der skulle opstå negative overraskelser om Kinas fremtidige vækst eller yderligere usikkerhed om formueforvaltningsprodukter, idet vi fastholder en forsigtig tilgang til visse råvareproducerende landes valutaer i lyset af deres eksponering mod kinesisk vækst. Afdelingen er desuden positioneret mod en forventet bed-

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2014
Risikoindeksator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index – Emerging Markets Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060548899
Porteføljeraðgiver: GSAMI

### VARIGHEDER

0-1 år	9,2%
1-3 år	8,1%
3-5 år	28,7%
5-10 år	40,2%
Over 10 år	5,5%
Øvrige inkl. likvide	8,3%

## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

ring i amerikansk vækst. Dette er udtrykt ved undervægten af malaysiske og indonesiske obligationer og overvægten af den mexicanske peso. Den primære risiko for disse positioner er, at væksten i USA skuffer, og eksporterende lande blandt de nye markeder således bliver ramt af en svækket efterspørgsel. Vedvarende høj inflation i Brasilien udgør en risiko for porteføljens overvægt af brasilianske obligationer i lokalvalutaer, da centralbanken måske fortsætter med at hæve renten. Præsidentvalget, der afholdes til oktober, vil yderligere kunne påvirke politiske tiltag.

Global politik har haft stor betydning for afkastet i første halvår 2014, og dette forventes at fortsætte i andet halvår. Spændingen er aftaget mellem Rusland og Ukraine i forhold til højdepunktet i andet kvartal, men situationen er fortsat usikker. Desuden er der risiko for yderligere sanktioner, hvis krisen optrappes. Hidtil i år har vi dog ikke set, at specifikke kritiske begivenheder i nogle lande har spredt krisestemning til øvrige lande i de nye markeder.

Fremadrettet forventer vi, at politik bliver en stadig vigtigere indikator, som investorerne skal holde øje med, når de investerer i de nye markeder. Vi forventer, at der kommer større spredning i afkastet landene imellem i takt med, at normaliseringen af den amerikanske pengepolitik fortsætter med den amerikanske centralbanks nedtrapning af sine obligationsopkøb. Vi mener, at de lande, der står bedst rustet til at klare udfordringerne i et miljø med aftagende stimuli fra centralbankerne, er dem, der formår at føre en pengepolitik, der kan beskytte landets økonomi mod eventuelle økonomiske stød. Det vil sige hæve renten med henblik på at dæmpe den økonomiske vækst og inflationen i opgangstider og sænke renten med henblik på at understøtte væksten i mere vanskelige perioder. Eksempelvis har den ungarske centralbank sænket renten 23 måneder i træk for at fremme væksten på grund af den fortsat lave inflation, og Colombia overraskede markedet med en uventet rentestigning i lyset af forbedrede inflations- og væksttal.

### Forventet markedsudvikling og strategi for 2014

Vi forventer, at obligationsmarkederne i landene fra de nye markeder vil klare sig bedre end mange af de vestlige obligationsmarkeder i andet halvår 2014.

Afdelingen er positioneret mod to temaer. For det første mod en forventet økonomisk bedring i USA via investeringer i obligationer med kort løbetid i asiatiske lande, nemlig Malaysia og Indonesien. Asiatiske statsobligationer har fortsat ret flade rentekurver, da der ikke er stor forskel på afkastet på obligationer med kort og lang løbetid. Dette indikerer, at markedet ikke forventer nogen markant vækst eller rentestigninger fra centralbankerne. Vi forventer, at Asien vil nyde godt af en bedring i USA's økonomiske vækst, som desuden også kan være med til at løfte markedsrenterne. Vi har desuden en overvægt i mexicanske peso, fordi landet er ved at indføre omfattende reformer, som bør være med til at øge væksten, og landets beliggenhed tæt på USA bør øge efterspørgslen efter mexicanske varer og tjenesteydelser. For det andet ser vi værdi der, hvor vi tror markedet ikke indpriser sandsynligheden for rentestigninger eller rentenedsættelser fra visse centralbanker korrekt. Således har afdelingen overvægtet de brasilianske og colombianske obligationer, hvor vi mener, at markedet har indpriset for mange rentestigninger.

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 vækstudsigtter og dermed renteutviklingen.

## NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende, klasse DKK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKK, KLASSE DKK

KLASSENS RESULTATPOSTER	8.4.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	19.734
Klassespecifikke transaktioner:	
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-1.428
Administrationsomkostninger	-1.702
<b>Klassens resultat</b>	<b>16.604</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	8.4.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	899.902
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.500
Periodens resultat	16.604
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>918.006</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	918.006
Antal andele	8.909.913
Stk. størrelse DKK	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,03
Afkast i DKK (pct)*]	3,03
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	3,00
Administrationsomk. (pct)*]	0,55
ÅOP	1,40

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

## NYE MARKEDER SMALL CAP

Investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med 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 aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. 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, risici tilknyttet investeringsstilen, 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 7,95 pct., mens benchmark steg 9,60 pct. Afdelingens afkast var 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

Small cap-aktier fra de nye markeder steg i første halvår 2014 og klarede sig bedre end det tilsvarende large cap-segment. En kraftig devaluering af den argentinske peso og frygt for en afsmitning til andre nye markeder med svage økonomier og høj inflation førte i første omgang til stærkt fallende aktie- og valutakurser. En hurtig respons fra centralbankernes side og udtalelser om stimuliltag lagde en bund under kurserne, og markederne genvandt det tabte. Senere var valgeuforien i Indien med til at løfte landets aktiemarked, mens geopolitisk usikkerhed trak ned i Rusland og Ukraine. Den lempelige pengepolitik fortsatte, og den amerikanske centralbank gentog, at renten vil forblive lav i lang tid. Også den europæiske centralbank var med til at understøtte markederne ved at sænke sin indskudsrente til negativt terræn. Imidlertid påvirkede de stigende oliepriser, der fulgte af konflikten i Irak, markedet negativt.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,65 procentpoint lavere end afkastet på markedet. Aktievalget i Sydafrika og Rusland bidrog negativt til afdelingens afkast i forhold til benchmark.

I Sydafrika var afdelingens positioner i Spar Group, City Lodge Group og African Oxygen fortsat i modvind i en svag indenlandsk økonomi. Afdelingens positioner i Rusland som vodikaproducenten Synergy og supermarkedet O'key, bidrog negativt som følge af usikkerhed omkring den geopolitiske krise i Ukraine. Afdelingens overvægt af Rusland trak også ned, da markedet klarede sig mindre godt på grund af den politiske usikkerhed.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2007
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060080380
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### LANDEFORDELING

Brasilien	15,0%
Indien	9,5%
Syd Afrika	9,1%
Malaysia	7,9%
Hong Kong	6,5%
Øvrige inkl. likvide	52,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,28
Standardafvigelse	14,88
Tracking error	7,89
Information Ratio	1,04
Jensen Alpha	0,89
Sharpe Ratio (benchm.)	0,70
Standardafvigelse (benchm.)	15,39
Active share	98,11

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## NYE MARKEDER SMALL CAP

Afdelingens eksponering uden for benchmark mod Hongkong trak også ned i det relative resultat på grund af kursfald i modedetailkæden Giordano, hvis resultat blev ramt af en opbremsning i det meget konkurrenceprægede kinesiske marked.

I Indien blev investortilliden løftet af den store valgsejr til premierminister Narendra Modi og hans Baratiya Janata Party (BJP) og skabte forhåbninger om positive reformer. Det gav især vind i sejlene til selskaber inden for infrastruktur, da det forventes, at BJP vil starte en ny investeringscyklus, der skal rette op på landets utilstrækkelige transport- og energinet. Det skabte pæne kursstigninger i afdelingens positioner i logistikvirksomheden Container Corp og cementproducenten Ramco Cements.

Endelig steg det jordanske medicinalsselskab Hikma kraftigt på en yderligere forbedring af lønsomheden i dets amerikanske selskab, der sælger generiske produkter.

### 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 tilgodese 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 marketers fordel 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 investorernes entusiasme.

Selvom de nævnte udfordringer kan give nogle bump på vejen i de kommende måneder, har vores syn på de nyindustrialiserede landes langsigtede potentiale har ikke ændret sig. Det har vores fokus på selskabernes grundlæggende forhold heller ikke. Mange af afdelingens selskaber har vist sig robuste, fordi de drives med omtanke og har erfaring med krisehåndtering. Disse evner bør fortsat komme dem til gode og gøre dem i stand til at klare sig igennem fremtidige udfordringer.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitetselskaber med attraktive værdiansættelser. Afdelingens overvægt af forbrugssektoren vil formentlig kunne udnytte en strukturel vækst i det indenlandske forbrug i nye økonomier, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. 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.

## NYE MARKEDER SMALL CAP

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

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	32.667	29.223
Kursgevinster og tab	119.226	-25.801
Administrationsomkostninger	-13.939	-15.317
Resultat før skat	137.954	-11.895
Rente- og udbytteskat	-2.903	-2.404
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>135.052</b>	<b>-14.299</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	50.303	8.939
Obligationer 1]	577	0
Kapitalandele 1]	1.921.366	1.751.382
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	381
Andre aktiver	2.953	1.092
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.975.199</b>	<b>1.761.794</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.959.172	1.753.230
Mellemværende vedr. handelsafvikling	11.974	1.545
Anden gæld	4.053	7.019
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.975.199</b>	<b>1.761.794</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,4	99,5
Øvrige finansielle instrumenter	2,6	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	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	1.753.230	1.623.478
Udlønding fra sidste år	-107.946	-87.720
Emissioner i perioden	237.500	446.418
Indløsninger i perioden	-60.879	-15.165
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.216	4.205
Periodens resultat	135.052	-14.299
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.959.172</b>	<b>1.956.917</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.959.172	1.956.917
Antal andele	12.385.372	11.587.830
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	158,18	168,88
Afkast i DKK [pct]*]	7,95	0,36
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	9,60	-2,23
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,80
ÅOP	2,03	2,07

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

## TEKNOLOGI

Investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, der dra- ger fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand, har afdelingen en investerings- mæssig risiko i forhold til denne type af aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyt- tet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risikovillig kapital, modpartsri- siko og 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 risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,06 pct., mens benchmark steg 7,62 pct. Afdelingens afkast var såle- des 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 Europæi- ske Centralbank.

### Markedet

De globale aktiemarkeder oplevede svingende resultater i de første par måneder af perioden men steg mod slutningen på baggrund af forventninger om stabil økonomisk vækst i USA og Europa samt de lettere aftagende økonomiske og geopolitiske risici i de nye markeder. På baggrund af denne overvejende positive udvikling forventede investorerne, at it- virksomhederne ville øge investeringerne i teknologiproduk- ter og -services for at fastholde virksomhedens lønsomhed. Det var med til at understøtte teknologiaktierne, så de kunne følge med aktiemarkedet generelt. Særligt var forventninger- ne til en etcifret nedgang i PC-salget i forhold til en tocifret nedgang sidste år samt vækst i datacenter-investeringer en medvirkende årsag til, at traditionelle hardware- og softwa- reaktier klarede sig bedre end markedet. Derimod kæmpede sidste års stærkeste teknologisegment, internetsoftware og serviceydelser, for at holde en flad udvikling i perioden efter en stemningsdrevet svækkelse, som ramte højvækstaktier. Salgspresset på disse aktier lettede hen mod slutningen af perioden, efterhånden som investorerne vænnede sig til de nye kursniveauer på disse aktier.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,56 procentpoint lavere end æn- dringen i benchmark. Til trods for kurstab midt i perioden var nogle af de største bidragydere til afdelingens resultat højvækstaktier med stærke værdiansættelser. Særligt vores investeringer i elbilproducenten Tesla Motors og Facebook fastholdt sidste års styrke, idet periodens kvartalsrapporter udviste fortsat kraftig efterspørgselsvækst. Vores vægt i traditionelle hardwarekomponenter som hukommelses- og harddiskdrev bidrog også som forventet positivt til afdelin- gens afkast. Til gengæld trak vores undervægt i flere store benchmarkpapirer som Apple, Intel og Microsoft ned i det

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1999
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: S&P North American Technology Sector Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016023229
Porteføljeradgiver: RCM Capital Management LLC

### BRANCHEFORDELING

Halvledere	18,8%
Udvikling af operativsystemer mm.	12,9%
Computere	12,2%
Internet, software og serviceydels- er	11,8%
Computertilbehør	7,7%
Øvrige inkl. likvide	36,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,25
Standardafvigelse	14,10
Tracking error	6,42
Information Ratio	0,05
Jensen Alpha	0,10
Sharpe Ratio (benchm.)	1,34
Standardafvigelse (benchm.)	12,92
Active share	52,00

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014



## TEKNOLOGI

relative resultat. Med hensyn til Apple og Microsoft har vi reduceret vores undervægt på baggrund af vores forventninger om deres stærke produktcykler og eller øget aktivitet på meget lovede teknologi-områder.

### 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.

Historisk har vi haft en betragtelig undervægt i mega- og large cap-aktier, hvor selskaberne typisk ikke udviser de vækstrater, som vores strategi tilsiger. Selvom vi normalt reducerer vores undervægt i mega- og large cap-selskaber i perioder med voksende pessimisme har vi fortsat store positioner i flere mid cap-selskaber, som, vi mener, bliver fremtidens vindere i teknologisektoren. I den udstrækning at investorerne går mere efter sikkerheden i løbende pengestrømme og udbytter end efter vækst, har vi erfaret, at vores strategi ikke virker i en situation med stor makroøkonomisk usikkerhed. I en sådan situation ville vores strategi komme til kort som følge af lavere eksponering mod large cap-aktier, som markedet opfatter som mindre risikable.

### Forventninger til markedet samt strategi for 2014

Fremadrettet forventer vi stadig, at teknologisektoren kan indeholde nogle af de bedste absolutte og relative afkastmuligheder på aktiemarkedet. I øjeblikket ser vi en bølge af innovation i sektoren, som vi mener potentielt kan skabe

attraktive afkast for selskaber med best-in-class-løsninger. Vi ser også en række selskaber, hvis nuværende værdiansættelse efter vores opfattelse ikke fuldt afspejler en positiv selskabs- og eller branchespecifik udvikling.

Med henvisning til den senere tids kursfald på teknologiområdet er vi enige i, at værdiansættelsen af mange cloud- og internetvirksomheder var blevet for høj. Ud fra den betragtning ser vi opbremsningen som en sund måde at slippe af med en del af de spekulativt oppustede værdier, som vi på det seneste har set i markedene. Når det er sagt, ser vi fortsat enorme potentielle markeder for disse dynamiske teknologiområder, der langt overstiger den samlede markedsværdi af disse grupper. Vi har dog konsolideret vores eksponering mod disse områder på kvalitetsselskaber, som efter vores mening har de mest lovende løsninger, og som med deres forretningsmodeller udviser klart potentiale til stor indtjenings- og pengestrømsvækst på længere sigt.

Vi vil fortsat styre porteføljen med henblik på at imødekomme væsentlige markedsbegivenheder som det pludselige frasalg af selskaber indenfor Internet og Cloud computing, vi oplevede tidligere på året. Vi vil endvidere fortsat fokusere kraftigt på at skabe balance mellem risici og muligheder på baggrund af vores branchekendskab og lægge vægt på individuelt papirvalg.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 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.

## TEKNOLOGI

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	3.501	3.143
Kursgevinster og tab	59.736	90.059
Administrationsomkostninger	-6.476	-5.087
Resultat før skat	56.761	88.114
Rente- og udbytteskat	-430	-495
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>56.331</b>	<b>87.619</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	24.155	26.513
Kapitalandele 1]	828.563	768.620
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.138
Andre aktiver	494	324
<b>Aktiver i alt</b>	<b>853.211</b>	<b>797.594</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	847.642	794.227
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.661	489
Anden gæld	1.908	2.878
<b>Passiver i alt</b>	<b>853.211</b>	<b>797.594</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,2	96,7
Øvrige finansielle instrumenter	2,8	3,3
<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	794.227	643.660
Emissioner i perioden	15.803	1.311
Indløsninger i perioden	-18.807	-68.411
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	89	180
Periodens resultat	56.331	87.619
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>847.642</b>	<b>664.359</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	847.642	664.359
Antal andele	12.877.821	12.883.671
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	65,82	51,57
Afkast i DKK [pct]*]	7,06	14,84
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	7,62	12,16
Administrationsomk. [pct]*]	0,79	0,80
ÅOP	2,22	2,15

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

## TYSKLAND

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Tyskland. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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 i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Tyskland, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. 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 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 4,01 pct., mens benchmark steg 4,32 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

Det tyske aktiemarked var i første halvår især præget af et stærkt small cap-marked, der steg med 8,73 pct. Det var bedre end det tyske large cap-marked, der steg med 2,94, mens indekset over de mellemstore aktier steg med 1,4 pct. Det tyske aktier large cap-aktier var således modsat tidligere blandt de svagere i Europa.

Det tyske aktiemarked var specielt i første kvartal påvirket af usikkerhed omkring økonomien og det faktum, at markedet var blandt de bedste aktiemarkeder i 2013 i Europa. Generelt pæne regnskaber for første kvartal fra de tyske selskaber var medvirkende til at skabe bedre tro på fremtiden og et mere positivt tysk aktiemarked i andet kvartal. At small cap-aktier klarede sig noget bedre end resten af markedet skyldtes primært, at en række specielle forhold gjorde sig negativt gældende for nogle af de større aktier i benchmark.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,32 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det har påvirket afdelingens afkast negativt, at vi ikke har været investeret i en række ejendomsselskaber i første halvår af 2014. Vi har vurderet, at sektorens prisfastsættelse ikke var attraktiv. Modsat har det bidraget positivt, at vi ikke har haft tyske banker i porteføljen.

Vores dårligste aktie har været producenten af sportsudstyr Adidas, som har været ramt af en negativ udvikling på selskabets russiske og østeuropæiske forretning. Ellers har forbrugsgoder været en god sektor for afdelingen, hvor en række selskaber bidrager positivt til resultatet. De bedste har været optikerkæden Fielmann og billet- og eventselskabet CTS Eventim.

Den klart bedste aktie har været mobiloperatøren Drillish, som på baggrund af stærke regnskaber er steget stærkt i første halvår af 2014.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2006
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: 1 3 DAX, 1 3 MDAX og 1 3 SDAX inkl. bruttoudbytte
Fondskode: DK0060041564
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Forbrugsgoder	30,6%
Industri	18,8%
Materialer	15,5%
Sundhedspleje	12,2%
Konsumentvarer	9,8%
Øvrige inkl. likvide	13,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,17
Standardafvigelse	16,53
Tracking error	3,83
Information Ratio	0,44
Jensen Alpha	0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	1,15
Standardafvigelse (benchm.)	15,36
Active share	67,08

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## TYSKLAND

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten 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.

Afdelingens største overvægt er aktier inden for forbrugsgoder og materialer, hvor vi har investeret i en række selskaber med stærke lokale eller globale positioner. En række af disse selskaber nyder godt af den generelle velstandsstigning hos befolkningerne i Asien og andre nye markeder. En væsentlig afmatning i disse lande vil kunne påvirke kursudvikling på disse aktier negativt. Afdelingens største undervægt er inden for finans, hvor vi har svært ved at finde interessante investeringer. En stærk udvikling inden for denne sektor vil også ramme afdelingens afkast negativt.

Vi investerer bredt i det tyske aktiemarked og derfor også i mange small- og midcap-aktier. Skulle disse selskaber give et markant lavere afkast end large cap-aktier, vil dette kunne medføre, at afdelingens afkast bliver lavere end andre afdelinger med tyske aktier.

### Forventninger til markedet samt strategi

Den tyske økonomi vil fortsat være blandt de stærkeste i Europa. Tyskland vil fortsat drage fordel af sin stærke eksport til Asien.

Vi forventer beherskede positive afkast på det tyske aktiemarked 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 fokus er på selskaber med en stærk markedsposition inden for deres respektive forretningsområder på tværs af sektorer. Afdelingen investerer i selskaber med en fleksibel forretningsmodel, der kan operere i forskellige økonomiske miljøer og evner at generere solide pengestrømme.

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.

# TYSKLAND

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	28.035	24.925
Kursgevinster og tab	36.376	89.353
Administrationsomkostninger	-10.276	-8.474
Resultat før skat	54.135	105.803
Rente- og udbytteskat	-4.250	-3.401
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>49.885</b>	<b>102.402</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	12.115	44.462
Kapitalandele 1]	1.276.109	1.208.996
Andre aktiver	15.300	12.891
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.303.524</b>	<b>1.266.349</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.301.799	1.261.810
Anden gæld	1.725	4.539
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.303.524</b>	<b>1.266.349</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	96,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	3,5
<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	1.261.810	1.026.460
Udlønding fra sidste år	0	-12.852
Emissioner i perioden	38.143	14.726
Indløsninger i perioden	-48.252	-86.994
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	213	306
Periodens resultat	49.885	102.402
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.301.799</b>	<b>1.044.048</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.301.799	1.044.048
Antal andele	7.186.156	7.164.692
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	181,15	145,72
Afkast i DKK (pct)*]	4,01	10,29
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	4,32	9,97
Administrationsomk. (pct)*]	0,79	0,80
ÅOP	1,86	1,88

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

## UDENLANDSKE OBLIGATIONSMARKEDER

Kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med høj kreditrisiko (high yield), realkredit- samt statsobligationer fra lande med såvel lav som høj kreditrisiko. Andelen af hver obligationstype kan variere. Hovedparten af afdelingens investeringer valutaafdækkes. Afdelingen er aktivt styret.

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 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, selskabsspecifikke 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 5,05 pct. 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 5,05 pct.

Afdelingen er sammensat af flere strategier. Cirka halvdelen af afdelingen bestod af obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditvurdering. Omkring 30 pct. af afdelingen bestod af obligationer i US dollar udstedt af lande fra de nye markeder. Den resterende del bestod af obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med forholdsvis lav kreditvurdering. Afdelingen havde i perioden ikke valutarisici. 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 virksomhedsobligationer med hhv. lav og høj kreditvurdering på de næste pladser.

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

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2003
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0016255193
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	20,1%
1-3 år	34,0%
3-5 år	12,5%
5-10 år	30,8%
Over 10 år	1,1%
Øvrige inkl. likvide	1,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,57
Standardafvigelse	5,28

## UDENLANDSKE OBLIGATIONSMARKEDER

### 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 den. 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.

# UDENLANDSKE OBLIGATIONSMARKEDER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	29.034	45.002
Kursgevinster og tab	43.200	-38.819
Administrationsomkostninger	-5.536	-9.867
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>66.698</b>	<b>-3.684</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	18.582	15.992
Obligationer 1]	865.459	1.428.943
Kapitalandele 1]	396.965	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling	754	0
Afledte finansielle instrumenter	1.263	10.371
Andre aktiver	14.643	27.541
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.297.666</b>	<b>1.482.847</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	1.294.749	1.468.938
Afledte finansielle instrumenter	1	4.984
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.125	5.083
Anden gæld	791	3.841
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.297.666</b>	<b>1.482.847</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	1,5	1,5
<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	1.468.938	1.977.053
Udlønding fra sidste år	-75.174	-88.065
Emissioner i perioden	16.137	18.460
Indløsninger i perioden	-182.574	-190.512
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	724	752
Periodens resultat	66.698	-3.684
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.294.749</b>	<b>1.714.004</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.294.749	1.714.004
Antal andele	12.465.065	16.956.533
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,87	101,08
Afkast i DKK [pct]*]	5,05	-0,37
Administrationsomk. [pct]*]	0,52	0,52
ÅOP	1,29	1,32

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



## USA

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

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, 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 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 7,00 pct., mens benchmark steg 7,44 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

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 0,44 procentpoint mindre end ændringen i benchmark. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyning og sundhed samt undervægten af materialer bidrog positivt til afdelingens resultat. Vores position i Anadarko Pete, et olie- og gasudvindingsselskab, gav det største relative bidrag til porteføljens resultat. Vores papirvalg inden for energi, konsumentvarer og telekommunikation samt vores positioner i Mattel (forbrugsgoder) og Prudential Financial (finans) trak ned i afkastet.

### 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-prognose er under konsensus. Vi følger fortsat kinesisk økonomi meget nøje, og vi har på det seneste noteret visse svaghestegn. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset 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

#### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257757
Porteføljeradgiver: Wellington Management Co.

#### BRANCHEFORDELING

Finans	20,9%
Informationsteknologi	17,2%
Sundhedspleje	16,5%
Industri	10,7%
Energi	10,3%
Øvrige inkl. likvide	24,4%

#### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,57
Standardafvigelse	9,71
Tracking error	2,06
Information Ratio	-0,66
Jensen Alpha	-0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	1,66
Standardafvigelse (benchm.)	10,01
Active share	65,54

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## USA

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.

Afdelingens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen fra stadigt stigende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indpriset i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har en god kapitalposition og er godt positioneret til at drage fordel af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Samlet set har vi nu et mere forsigtigt syn på amerikansk økonomi og det amerikanske marked, end vi havde sidste år. Vi har for nylig set svaghestegn i amerikansk økonomi. Selvom den hårde vinter bærer en del af skylden for de lunke tal, tror vi, at en svækkelse i økonomien kan være på vej. Detailsalget har været afdæmpet, ledigheden er fortsat høj, og der har været tegn på dalende aktivitet på boligmarkedet på grund af højere boligrenter og et faldende udbud af boliger til salg. Vi forventer en vækst under konsensus.

På den globale front er billedet lige så uigennemsigtigt. Konsensusforventningen er fortsat, at kinesisk økonomi vil vokse med 7 pct. i år. Vi ser tegn på afmatning i Kina og mener, at dette tal kan blive svært at nå. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset op, og kreditmarkedet er fortsat stramt. Konflikten mellem Rusland og Ukraine kan også komme i vejen for den globale vækst. Hvis situationen eskaleres, kan det påvirke tilliden i negativ retning og hæmme pengenes omløbshastighed som følge af et lavere globaliseringstempo. Hvis vi ser på det positive, er der yderligere tegn på stabilisering af økonomien i euroområdet. BNP er i langsom bedring, og ECB fastholder sin lempelseskurs og er klar til handling, hvis det bliver nødvendigt. De mere risikofyldte lande primært i Sydeuropa har vendt udviklingen og viser tegn på bedring.

På sektorplan har vi fortsat overvægt i finans, især i store amerikanske banker (de største aktive positioner er bl.a. Wells Fargo, JPMorgan Chase, og PNC Financial). Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores positioner i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt.

Vores næststørste overvægt er i selskaber inden for sundhed, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast, og som handles til attraktive kurser. Vi favoriserer større medicinalaktier, heriblandt Merck og Eli Lilly. Efter vores mening har disse selskaber stærke pipelines, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde give et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne kan komme tilbage på vækstsporet, omend i mindre omfang.

Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi, forbrugsgoder og konsumentvarer. Mange af aktierne inden for konsumentvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres normale handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple og Google.

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	56.413	51.333
Kursgevinster og tab	293.762	618.128
Administrationsomkostninger	-31.451	-28.999
Resultat før skat	318.723	640.463
Rente- og udbytteskat	-7.747	-7.560
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>310.977</b>	<b>632.903</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	166.394	171.070
Kapitalandele 1]	4.559.024	4.412.932
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.679	0
Andre aktiver	5.198	6.372
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.735.294</b>	<b>4.590.375</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	4.727.909	4.572.834
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.323
Anden gæld	7.385	15.218
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.735.294</b>	<b>4.590.375</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,5	96,3
Øvrige finansielle instrumenter	3,5	3,7
<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	4.572.834	3.542.394
Emissioner i perioden	93.170	956.498
Indløsninger i perioden	-249.730	-620.369
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	658	2.428
Periodens resultat	310.977	632.903
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.727.909</b>	<b>4.513.854</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.727.909	4.513.854
Antal andele	50.906.541	55.409.804
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	92,87	81,46
Afkast i DKK [pct]*]	7,00	16,62
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	7,44	14,92
Administrationsomk. [pct]*]	0,69	0,68
ÅOP	1,66	1,58

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

## USA – AKKUMULERENDE KL



Investerer i amerikanske eller canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- USA, klass SEK
- USA, klasse NOK
- USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på side 341.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes fra side 342-350.

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

## USA – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	38.757	29.007
Kursgevinster og tab	194.797	321.869
Administrationsomkostninger	-22.399	-16.740
Resultat før skat	211.155	334.136
Rente- og udbytteskat	-5.357	-4.245
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>205.798</b>	<b>329.891</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	104.350	112.620
Kapitalandele 1]	3.230.751	2.943.598
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.250	3.200
Afledte finansielle instrumenter	10.476	1.369
Andre aktiver	3.592	4.187
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.352.419</b>	<b>3.064.973</b>

<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	3.344.729	3.054.687
Afledte finansielle instrumenter	52	25
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.295	379
Anden gæld	5.342	9.882
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.352.419</b>	<b>3.064.973</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	96,3
Øvrige finansielle instrumenter	3,4	3,7
<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	3.054.687	2.100.977
Emissioner i perioden	878.915	283.390
Indløsninger i perioden	-795.391	-156.459
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	720	320
Periodens resultat	205.798	329.891
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.344.729</b>	<b>2.558.119</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.344.729	2.558.119

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

## USA – AKKUMULERENDE KL

USA, klass SEK, 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 amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, 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 andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 10,77 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 11,20 pct. målt i SEK. Andelsklassens 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

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 svenske 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 sundhedspleje klarede sig bedst i perioden, mens forbrugsgoder, industri og telekommunikation klarede sig dårligere end markedet generelt.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,43 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Udviklingen kunne primært henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyning og sundhedspleje samt undervægten af materialer bidrog positivt til andelsklassens resultat. Vores position i Wells Fargo gav det største relative bidrag til porteføljens resultat. Vores papirvalg inden for konsumentvarer, energi og telekommunikation samt vores positioner i Mattel (forbrugsgoder) og Prudential Financial (finans) trak ned i afkastet.

### 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-prognose er under konsensus. Vi følger fortsat kinesisk økonomi meget nøje, og vi har på det seneste noteret visse svaghestegn. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset 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.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485795
Porteføljeradgiver: Wellington Management Co.

### BRANCHEFORDELING

Finans	21,0%
Informationsteknologi	17,2%
Sundhedspleje	16,5%
Industri	10,7%
Energi	10,4%
Øvrige inkl. likvide	24,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,66
Standardafvigelse	8,10
Tracking error	2,21
Information Ratio	-0,81
Jensen Alpha	-0,09
Sharpe Ratio (benchm.)	1,91
Standardafvigelse (benchm.)	7,98
Active share	65,65

Måleperiode: Sep. 2010 til jun. 2014

## USA – AKKUMULERENDE KL

fra stadigt stigende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indpriset i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har en god kapitalposition og er godt positioneret til at drage fordel af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt.

Andelsklassen er desuden overvægtet i sundhedspleje og har eksponering mod større medicinalaktier, som bør nyde godt af stærkere pipelines og øget vækst. Risiciene ved denne forventning udgøres bl.a. af strammere krav fra de amerikanske sundhedsmyndigheder (så lægemidler ikke opnår godkendelse eller en godkendelse forsinkes) eller dårlige resultater fra kliniske forsøg, som mindsker sandsynligheden for en vellykket produktlancering.

Andelsklassen har sin største undervægt inden for informationsteknologi, primært ved undervægten af Apple og Google. Vi mener ikke, at de to aktiers nuværende kursniveau giver et attraktiv afkastpotentiale i forhold til risikoen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Samlet set har vi nu et mere forsigtigt syn på amerikansk økonomi og det amerikanske marked, end vi havde sidste år. Vi har for nylig set svaghedstegn i amerikansk økonomi. Selvom den hårde vinter bærer en del af skylden for de lunke tal, tror vi at en svækkelse i økonomien kan være på vej. Detailsalget har været afdæmpet, ledigheden er fortsat høj, og der har været tegn på dalende aktivitet på boligmarkedet på grund af højere boligrenter og et faldende udbud af boliger til salg. Ifølge vores nuværende prognose venter vi vækst på 1,5-2,0 pct. i 2014 (konsensus er tættere på 3 pct.).

På den globale front er billedet lige så uigennemsigtigt. Konsensusforventningen er fortsat, at kinesisk økonomi vil vokse med 7 pct. i år. Vi ser tegn på afmatning i Kina og mener, at dette tal kan blive svært at nå. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset op og kreditmarkedet er fortsat stramt. Konflikten mellem Rusland og Ukraine kan også komme i vejen for den globale vækst.

Hvis situationen eskalerer, kan det påvirke tilliden i negativ retning og hæmme pengenes omløbshastighed som følge af et lavere globaliseringstempo. Hvis vi ser på det positive, er der yderligere tegn på stabilisering af økonomien i euroområdet. BNP er i langsom bedring, og ECB fastholder sin lempelseskurs og er klar til handling, hvis det bliver nødvendigt. De mere risikofyldte periferi-lande har vendt udviklingen og viser tegn på bedring.

På sektorplan har vi fortsat overvægt i finans, især i store amerikanske banker (de største aktive positioner er bl.a. Wells Fargo, JPMorgan Chase, og PNC Financial). Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores positioner i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt.

Vores næststørste overvægtning er i selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast, og som handles til attraktive kurser. Vi favoriserer større medicinalaktier, heriblandt Merck og Eli Lilly. Efter vores mening har disse selskaber stærke pipelines, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde give et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne kan komme tilbage på vækstsporet, omend i mindre omfang.

Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi, forbrugsgoder og konsumentvarer. Mange af aktierne inden for konsumentvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres normale handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple og Google.

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 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.

## USA – AKKUMULERENDE KL

USA, klass SEK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### USA, KLASSE SEK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	90.607	174.436
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-9.222	-5.450
<b>Klassens resultat</b>	<b>81.385</b>	<b>168.985</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	1.617.033	958.009
Emissioner i perioden	91.362	248.665
Indløsninger i perioden	-681.463	-35.170
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	228	-127
Periodens resultat	81.385	168.985
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.108.545</b>	<b>1.340.363</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.108.545	1.340.363
Antal andele	8.435.138	11.614.671
Stk. størrelse SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	161,35	135,74
Afkast i SEK (pct)*]	10,77	19,44
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	11,20	17,59
Administrationsomk. (pct)*]	0,74	0,73

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



## USA – AKKUMULERENDE KL

USA, klasse NOK, 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 amerikanske og canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta

I 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 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2014 et afkast på 7,49 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 8,05 pct. målt i NOK. Andelsklassens 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

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 norske 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 sundhedspleje klarede sig bedst i perioden, mens forbrugsgoder, industri og telekommunikation klarede sig dårligere end markedet generelt.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,56 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Udviklingen kunne primært henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyning og sundhedspleje samt undervægtningen af materialer bidrog til andelsklassens resultat. Vores position i Wells Fargo gav det største relative bidrag til porteføljens resultat. Vores papirvalg inden for konsumentvarer, energi og telekommunikation samt vores positioner i Mattel (forbrugsgoder) og Prudential Financial (finans) trak ned i afkastet.

### 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-prognose er under konsensus. Vi følger fortsat kinesisk økonomi meget nøje, og vi har på det seneste noteret visse svaghestegn. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset 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,

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til NOK
Fondskode: DK0060517076
Porteføljeraðgiver: Wellington Management Co.

### BRANCHEFORDELING

Finans	21,0%
Informationsteknologi	17,2%
Sundhedspleje	16,5%
Industri	10,7%
Energi	10,4%
Øvrige inkl. likvide	24,2%

## USA – AKKUMULERENDE KL

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.

Andelsklassenens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen fra stadigt stigende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indpriset i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har en god kapitalposition og er godt positioneret til at drage fordel af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt.

Andelsklassen er desuden overvægtet i sundhedspleje og har eksponering mod større medicinalaktier, som bør nyde godt af stærkere pipelines og øget vækst. Risiciene ved denne forventning udgøres bl.a. af strammere krav fra de amerikanske sundhedsmyndigheder (så lægemidler ikke opnår godkendelse eller en godkendelse forsinkes) eller dårlige resultater fra kliniske forsøg, som mindsker sandsynligheden for en vellykket produktlancering.

### Forventninger til markedet samt strategi

Samlet set har vi nu et mere forsigtigt syn på amerikansk økonomi og det amerikanske marked, end vi havde sidste år. Vi har for nylig set svaghestegn i amerikansk økonomi. Selvom den hårde vinter bærer en del af skylden for de lunke tal, tror vi, at en svækkelse i økonomien kan være på vej. Detailsalget har været afdæmpet, ledigheden er fortsat høj, og der har været tegn på dalende aktivitet på boligmarkedet på grund af højere boligrenter og et faldende udbud af boliger til salg. Ifølge vores nuværende prognose venter vi vækst på 1,5-2,0 pct. i 2014 (konsensus er tættere på 3 pct.).

På den globale front er billedet lige så uigennemsigtigt. Konsensusforventningen er fortsat, at kinesisk økonomi vil vokse med 7 pct. i år. Vi ser tegn på afmatning i Kina og mener, at dette tal kan blive svært at nå. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset op, og kreditmarkedet er fortsat stramt. Konflikten mellem Rusland

og Ukraine kan også komme i vejen for den globale vækst. Hvis situationen eskaleres, kan det påvirke tilliden i negativ retning og hæmme pengenes omløbshastighed som følge af et lavere globaliseringstempo. Hvis vi ser på det positive, er der yderligere tegn på stabilisering af økonomien i euroområdet. BNP er i langsom bedring, og ECB fastholder sin lempelseskurs og er klar til handling, hvis det bliver nødvendigt. De mere risikofyldte – primært sydeuropæiske – lande har vendt udviklingen og viser tegn på bedring.

På sektorplan har vi fortsat overvægt i finans, især i store amerikanske banker (de største aktive positioner er bl.a. Wells Fargo, JPMorgan Chase, og PNC Financial). Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores positioner i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt.

Vores næststørste overvægtning er i selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast, og som handles til attraktive kurser. Vi favoriserer større medicinalaktier, heriblandt Merck og Eli Lilly. Efter vores mening har disse selskaber stærke pipelines, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde give et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne kan komme tilbage på vækstsporet, omend i mindre omfang.

Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi, forbrugsgoder og konsumentvarer. Mange af aktierne inden for konsumentvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres normale handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple og Google.

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 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.

## USA – AKKUMULERENDE KL

USA, klasse NOK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### USA, KLASSE NOK

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	29.10.-31.12.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	49.197	1.987
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-4.033	-129
<b>Klassens resultat</b>	<b>45.164</b>	<b>1.858</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	29.10.-31.12.13
Medlemmernes formue primo	69.742	0
Emissioner i perioden	777.871	67.830
Indløsninger i perioden	-2.236	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	241	54
Periodens resultat	45.164	1.858
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>890.782</b>	<b>69.742</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	29.10.-31.12.13
Medlemmernes formue (t.DKK)	890.782	69.742
Antal andele	8.624.082	721.651
Stk. størrelse NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	116,40	108,29
Afkast i NOK (pct)*]	7,49	8,29
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	8,05	8,24
Administrationsomk. (pct)*]	0,75	1,52

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

## USA – AKKUMULERENDE KL

USA – Akkumulerende, klasse DKK 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 amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke 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 risikoindikatoren 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 6,29 pct., mens benchmark steg 6,56 pct. Andelsklassens 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

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 andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,27 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Udviklingen kunne primært henføres til andelsklassens aktievalg. Aktievalget inden for forbrugsgoder, forsyning og sundhed samt undervægten af materialer bidrog til andelsklassens resultat. Vores position i Wells Fargo gav det største relative bidrag til porteføljens resultat. Vores papirvalg inden for konsumentvarer, energi og telekommunikation samt vores positioner i Mattel (forbrugsgoder) og Prudential Financial (finans) trak ned i afkastet.

### 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-prognose er under konsensus. Vi følger fortsat kinesisk økonomi meget nøje, og vi har på det seneste noteret visse svaghestegn. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset 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

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte hedget til DKK
Fondskode: DK0016290349
Porteføljeraðgiver: Wellington Management Co.

### BRANCHEFORDELING

Finans	20,9%
Informationsteknologi	17,1%
Sundhedspleje	16,3%
Industri	10,6%
Energi	10,4%
Øvrige inkl. likvide	24,7%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,09
Standardafvigelse	12,79
Tracking error	2,18
Information Ratio	-0,56
Jensen Alpha	-0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	1,12
Standardafvigelse (benchm.)	13,51
Active share	65,65

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## USA – AKKUMULERENDE KL

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.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen fra stadigt stigende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indpriset i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har en god kapitalposition og er godt positioneret til at drage fordel af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt.

Andelsklassen er desuden overvægtet i sundhed og har eksponering mod større medicinalaktier, som bør nyde godt af stærkere pipelines og øget vækst. Risiciene ved denne forventning udgøres bl.a. af strammere krav fra de amerikanske sundhedsmyndigheder (så lægemidler ikke opnår godkendelse eller en godkendelse forsinkes) eller dårlige resultater fra kliniske forsøg, som mindsker sandsynligheden for en vellykket produktlancering.

### Forventninger til markedet samt strategi

Samlet set har vi nu et mere forsigtigt syn på amerikansk økonomi og det amerikanske marked, end vi havde sidste år. Vi har for nylig set svaghedstegn i amerikansk økonomi. Selvom den hårde vinter bærer en del af skylden for de lunke tal, tror vi, at en svækkelse i økonomien kan være på vej. Detailsalget har været afdæmpet, ledigheden er fortsat høj, og der har været tegn på dalende aktivitet på boligmarkedet på grund af højere boligrenter og et faldende udbud af boliger til salg. Ifølge vores nuværende prognose venter vi vækst på 1,5-2,0 pct. i 2014 (konsensus er tættere på 3 pct.).

På den globale front er billedet lige så uigennemsigtigt. Konsensusforventningen er fortsat, at kinesisk økonomi vil vokse med 7 pct. i år. Vi ser tegn på afmatning i Kina og mener, at dette tal kan blive svært at nå. Kinas fremstillingssektor har oplevet en afmatning, eksporten er bremset op, og kreditmarkedet er fortsat stramt. Konflikten mellem Rusland og Ukraine kan også komme i vejen for den globale vækst.

Hvis situationen eskalerer, kan det påvirke tilliden i negativ retning og hæmme pengenes omløbshastighed som følge af et lavere globaliseringstempo. Hvis vi ser på det positive, er der yderligere tegn på stabilisering af økonomien i euroområdet. BNP er i langsom bedring, og ECB fastholder sin lempelseskurs og er klar til handling, hvis det bliver nødvendigt. De mere risikofyldte periferi-lande har vendt udviklingen og viser tegn på bedring.

På sektorplan har vi fortsat overvægt i finans, især i store amerikanske banker (de største aktive positioner er bl.a. Wells Fargo, JPMorgan Chase, og PNC Financial). Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores positioner i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt.

Vores næststørste overvægtning er i selskaber inden for sundhed, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast, og som handles til attraktive kurser. Vi favoriserer større medicinalaktier, heriblandt Merck og Eli Lilly. Efter vores mening har disse selskaber stærke pipelines, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde give et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne kan komme tilbage på vækstsporet, omend i mindre omfang.

Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi, forbrugsgoder og konsumentvarer. Mange af aktierne inden for konsumentvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres normale handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. En væsentlig del af vores undervægt i teknologiaktier skyldes undervægten af Apple og Google.

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 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.

## USA – AKKUMULERENDE KL

USA – Akkumulerende, klasse DKK, andelsklasse under ovennævnte afdeling.

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

#### USA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK H

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Andel af resultat af fællesporteføljen	109.140	205.277
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-21.006	-39.422
Administrationsomkostninger	-8.885	-4.950
<b>Klassens resultat</b>	<b>79.249</b>	<b>160.905</b>

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	1.367.912	1.142.968
Emissioner i perioden	9.683	34.725
Indløsninger i perioden	-111.691	-121.289
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	251	447
Periodens resultat	79.249	160.905
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.345.402</b>	<b>1.217.756</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.345.402	1.217.756
Antal andele	8.786.127	9.495.412
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	153,13	128,25
Afkast i DKK (pct)*]	6,29	14,86
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	6,56	13,01
Administrationsomk. (pct)*]	0,69	0,68
ÅOP	1,67	1,67

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

## ØSTEUROPA

Investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre del kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på østeuropæiske aktier. De østeuropæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og økonomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 7 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2014 et afkast på 0,06 pct., mens benchmark steg 0,93 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til 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

De østeuropæiske aktiemarkeders afkast endte samlet set med et positivt afkast, der var lidt mindre end afkastet på de nye markeder generelt. Mellem landene var udviklingen uensartet med positive afkast i særligt Tyrkiet og Tjekkiet og negative afkast i Rusland. I Tyrkiet blev politisk usikkerhed omkring en korruptionsskandale i årets start afløst af større politisk ro ovenpå lokalvalgene i marts, hvor Ak-partiet, der siden 2002 har dannet regering, fastholdt en stor vælger-tilslutning. Samtidig mindskedes det høje betalingsbalanceunderskud blandt andet som følge af voksende eksport til EU-landene. I Rusland var markedet præget af udviklingen i Ukraine og sanktioner mod Rusland samt en svag udvikling i den russiske økonomiske vækst. Fra maj måned steg det russiske marked hjulpet af internationale tiltag til at løse konflikten i Ukraine.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,87 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingens undervægt og aktieudvælgelse i Polen bidrog til dette sammen med en overvægt i Rusland i en del af halvåret. Blandt de største positive bidrag til afkastet var det græske detailhandelselskab Folli Follie, det russiske gødningsselskab Phosagro og den tyrkiske bank Halkbank.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindikator (1-7): 7
Benchmark: MSCI EM Europe 10 40 inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257914
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Rusland	49,9%
Tyrkiet	19,5%
Polen	15,1%
Grækenland	6,2%
Tjekkiet	3,2%
Øvrige inkl. likvide	6,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,52
Standardafvigelse	20,23
Tracking error	3,09
Information Ratio	0,44
Jensen Alpha	0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	0,46
Standardafvigelse (benchm.)	19,87
Active share	73,39

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## ØSTEUROPA

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Udviklingen i den globale vækst og renteutvikling, der begge har understøttet aktiemarkedene i år, er en væsentlig risikofaktor for 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. Rusland er afdelingens største investeringsområde og en svagere oliepris er en væsentlig risiko for markedet, idet både olieselskaber og de offentlige finanser i betydeligt omfang er afhængige af olieindtægter. En forværring af konflikten i Ukraine, yderligere sanktioner mod Rusland og en svagere økonomisk fremgang udgør særlige risici for Rusland. Tyrkiet og Polen er to andre væsentlige investeringsområder i afdelingen. I Tyrkiet udgør konflikten i Irak en geopolitisk risiko og kan samtidig reducere den tyrkiske eksport til landet og dermed føre til en forværring af landets betalingsbalanceunderskud.

### 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.

Ved indgangen til andet halvår 2014 er de største landevægte Rusland, Tyrkiet og Polen, og vi forventer, at disse tre lande også i 2014 vil udgøre en væsentlig andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 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.



## ØSTEUROPA

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	11.589	14.455
Kursgevinster og tab	-10.588	-59.762
Administrationsomkostninger	-6.960	-6.706
Resultat før skat	-5.959	-52.013
Rente- og udbytteskat	-1.042	-1.459
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-7.002</b>	<b>-53.472</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	9.439	15.012
Kapitalandele 1]	891.404	943.999
Andre aktiver	5.789	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>906.631</b>	<b>959.010</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	905.430	954.828
Anden gæld	1.201	4.182
<b>Passiver i alt</b>	<b>906.631</b>	<b>959.010</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,0	1,6
<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	954.828	1.046.295
Udlønding fra sidste år	-45.522	-18.963
Emissioner i perioden	36.929	6.563
Indløsninger i perioden	-34.061	-331.018
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	259	1.688
Periodens resultat	-7.002	-53.472
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>905.430</b>	<b>651.092</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	905.430	651.092
Antal andele	2.616.218	1.859.312
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	346,08	350,18
Afkast i DKK (pct)*]	0,06	-7,88
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	0,93	-9,62
Administrationsomk. (pct)*]	0,80	0,81
ÅOP	1,92	2,10

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

## ØSTEUROPA KONVERGENS

Investerer i aktier i selskaber, hjemmehørende i eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa ekskl. Rusland, i nye EU-lande og/eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor 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

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa eksklusive Rusland, i nye EU-lande og eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse østeuropæiske aktier. De østeuropæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og økonomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. 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 2,53 pct., mens benchmark steg 5,36 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til 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 østeuropæiske aktiemarkeders afkast endte samlet set med et positivt afkast, der var lidt mindre end afkastet på de nye markeder generelt. Landene udviklede sig forskelligt med positive afkast i særligt Slovenien, Rumænien, Tyrkiet og Tjekkiet. I Slovenien understøttedes markedet af et øget privatiseringsomfang af statslige virksomheder, hvilket forventes at styrke de offentlige finanser. I Tyrkiet blev politisk usikkerhed omkring en korruptionsskandale i årets start afløst af større politisk ro ovenpå lokalvalgene i marts, hvor Ak-partiet fastholdt en stor vælgertilslutning. Samtidig mindskedes det høje betalingsbalanceunderskud i Tyrkiet blandt andet som følge af voksende eksport til EU-landene. I afdelingens største marked Polen styrkedes den økonomiske vækstfremgang sammen med en meget moderat inflationsudvikling.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2.83 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingens undervægt i Slovenien, overvægt i Estland og aktieudvælgelse i Polen bidrog til dette. Blandt de største positive bidrag til afkastet var den tyrkiske Halkbank, polske Getin Noble Bank og tyrkiske Dogus Automotive.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2004
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: 85% Dow Jones STOXX EU Enlarged TMI inkl. nettoudbytter og 15% MSCI Turkey inkl. udbytter
Fondskode: DK0016275464
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Polen	51,6%
Tyrkiet	17,7%
Tjekkiet	7,2%
Ungarn	6,8%
Rumænien	4,1%
Øvrige inkl. likvide	12,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,44
Standardafvigelse	20,22
Tracking error	3,28
Information Ratio	0,90
Jensen Alpha	0,31
Sharpe Ratio (benchm.)	0,29
Standardafvigelse (benchm.)	20,17
Active share	38,21

Måleperiode: Jun. 2009 til jun. 2014

## ØSTEUROPA KONVERGENS

### Særlige risici ved markedsudviklingen i resten af 2014

Udviklingen i den globale vækst og renteutvikling, der begge har understøttet aktiemarkedene i år, er en væsentlig risikofaktor for 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. Polen er afdelingens største investeringsområde, derfor vil den økonomiske og politiske udvikling i landet have særlig stor betydning for investorerens fremtidige afkast. I Tyrkiet udgør konflikten i Irak en geopolitisk risiko og kan samtidig reducere den tyrkiske eksport til landet og dermed føre til en forværring af landets betalingsbalanceunderskud.

### 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.

Ved indgangen til andet halvår 2014 er de største landevægte Polen, Tyrkiet, Tjekkiet og Ungarn, og vi forventer, at disse tre lande også i den resterende del af 2014 vil udgøre en væsentlig andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 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.

## ØSTEUROPA KONVERGENS

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.14	1.1.-30.06.13
Renter og udbytter	1.544	2.108
Kursgevinster og tab	1.164	-9.437
Administrationsomkostninger	-622	-991
Resultat før skat	2.086	-8.320
Rente- og udbytteskat	-146	-205
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>1.940</b>	<b>-8.525</b>

BALANCE	30.06.14	31.12.13
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.782	188
Kapitalandele 1]	77.219	82.232
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	635
Andre aktiver	533	53
<b>Aktiver i alt</b>	<b>79.535</b>	<b>83.108</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	79.429	82.781
Anden gæld	106	327
<b>Passiver i alt</b>	<b>79.535</b>	<b>83.108</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER I PCT.	30.06.14	31.12.13
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	99,8
Øvrige finansielle instrumenter	2,3	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	82.781	168.814
Udlønding fra sidste år	0	-5.666
Emissioner i perioden	2.630	1.901
Indløsninger i perioden	-7.975	-79.175
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	54	486
Periodens resultat	1.940	-8.525
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>79.429</b>	<b>77.836</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	FØRSTE HALVÅR 2014	FØRSTE HALVÅR 2013
Medlemmernes formue (t.DKK)	79.429	77.836
Antal andele	636.289	697.412
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,83	111,61
Afkast i DKK [pct]*]	2,53	-7,51
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	5,36	
Administrationsomk. [pct]*]	0,80	0,82
ÅOP	1,96	2,13

\*) 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 24 til 356 i årsrapporten.

### Afdelingens profil

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

### Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindikatoren fra dokumentet Central Investorinformation.

### Risikoen

udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering. Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering i »6«-»7«. Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering i »1«-»2«. Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

### Nøgletal for risiko

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

- 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.

### 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.

### Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP)

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

### 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.

12:00 PM

GRASEC DC Group 4 Securicor PLC G3 7 Days 30 Minutes

GRASEC DC DKX | 24 -- C 25s C 23.9/24 C 46000x114000

Vol 766,924 Op 24.1 C Hi 24.2 C Lo 23.9 C ValTrd 18438

Options G 3 - TD Sequential, 3

Export Related Functions

GRASEC DC Group 4 Securicor PLC G3 7 Days 30 Minutes

Zoom



## Danske Invest

Investeringsforeningen Danske Invest  
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,  
næst formand  
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  
Parallelvej 17  
2800 Kgs. Lyngby  
Tlf. 33 33 71 71  
[www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk)  
[danskeinvest@danskeinvest.com](mailto:danskeinvest@danskeinvest.com)