



Halvårsrapport 2015

Investeringsforeningen
Danske Invest Select

Danske Invest

Danske Invest

Investeringsforeningen Danske Invest Select
CVR-nr. 18 53 61 02
Parallelvej 17
2800 Kgs. Lyngby

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

Bestyrelse

Advokat Jørn Ankær Thomsen, formand
Direktør Agnete Raaschou-Nielsen, næstformand
Direktør Lars Fournais
Advokat Bo 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

Lotte Skov Christiansen
BEYER DESIGN

LÆSEVEJLEDNING

Investeringsforeningen Danske Invest Select består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i 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 »Investerings-markederne i første halvår 2015« samt de generelle risici og foreningens risikostyring, jf. afsnittet »Risici samt risikostyring«, i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Vi anbefaler, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Indhold

Læsevejledning	2
FORENINGENS LEDELSESBERETNING	
Investeringsforeningen Danske Invest Select i første halvår 2015	4
Investeringsmarkederne i første halvår 2015	10
Evaluering af forventningerne til første halvår 2015	15
Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015	16
Udsagn om forventninger	17
Risici samt risikostyring	20
Anvendt regnskabspraksis	26
PÅTEGNINGER	
Ledelsespåtegning	27
AFDELINGERNES LEDELSESBERETNINGER OG HALVÅRSREGNSKABER	
Sådan læser du afdelingernes regnskaber	28
Oversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser	29

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Investeringsforeningen Danske Invest Select i første halvår 2015

Afkast

Den globale vækst viste fortsat gode takter i første halvår af 2015. USA skuffede i første kvartal med en meget lav vækst, men allerede i andet kvartal steg væksten igen og kom tilbage på et niveau på 3 pct. I Europa medvirkede faktorer som en lavere oliepris, svækket valuta samt et stærkere banksystem ligeledes til en pæn vækst, men udfordringerne med Grækenland stjal i høj grad overskrifterne fra den positive udvikling.

Efter en lang periode med rekordlave renter vendte udviklingen så småt, og både Danmark, resten af Europa og i USA oplevede rentestigninger.

Blandt obligationsafdelingerne klarede den finske klasse US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h under afdeling USA High Yield Bonds - Akkumulerende KL sig bedst med et afkast på 2,70 pct. I den modsatte ende af skalaen ligger afdeling Flexinvest Lange Obligationer med et afkast på -2,35 pct.

Aktieafdelingernes afkast varierer fra 15,80 pct. i afdeling Europe Focus til -3,83 pct. i klassen FX, klass SEK W under afdeling FX - Accumulating KL.

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

Acontoudbytter

Den 5. oktober udbetaler syv afdelinger under Investeringsforeningen Danske Invest Select acontoudbytte:

AFDELING	ACONTUDBYTTE I KR. PR. STK.
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	0,80
Danske Obligationer Absolut	1,10
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	1,00
Flexinvest - Lange Obligationer	1,10
Flexinvest Fonde	0,95
Kommuner 4	0,90
Kommuner Europæiske Obligationer	1,20

Nettosalg af investeringsbeviser

Formuen i Investeringsforeningen Danske Invest Select var pr. 30. juni 2015 105,2 mia. kroner mod en formue på 96,1 mia. kroner ultimo 2014. Nettosalget af investeringsbeviser beløb sig i 1. halvår til 5,9 mia. kroner.

Foreningen er en del af Danske Invest-gruppen, der samlet pr. 30. juni 2015 forvaltede en formue på 442,9 mia. kroner. Danske Invest-gruppen er defineret som de foreninger, der har den samme bestyrelse som Investeringsforeningen Danske Invest

Ændringer og nyheder

I løbet af første halvår 2015 og i begyndelsen af andet halvår har vi gennemført en række ændringer i Investeringsforeningen Danske Invest Select.

Midlertidig prisnedsættelse i flere obligationsafdelinger

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

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

I Investeringsforeningen Danske Invest Select vedrører ændringerne følgende afdelinger:

ADM. OMKOSTNINGER, PRO ANNO	1/1-31/3-2015	1/4-31/12-2015
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	0,36%	0,26%
Danske Obligationer Allokering		
- Akkumulerende, klasse DKK W h	0,55%	0,20%
Danske Obligationer Allokering	0,55%	0,20%
Flexinvest Danske Obligationer	0,78%	0,55%
Flexinvest Korte Obligationer	0,61%	0,20%*

* (kun 1/4-1/7-2015)

Afkast for første halvår 2015

AFKAST I PCT. FOR FØRSTE HALVÅR 2015		
Afdeling	Afkast i pct.	Benchmarkafkast i pct.
Aktier	13,90	11,66
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	÷ 1,27	-
Danske Obligationer Absolut	÷ 1,38	-
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	÷ 0,09	-
Danske Obligationer Allokering	÷ 1,02	÷ 0,70
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL	-	-
• Danske Obligationer Allokering - Akk., klasse DKK W h	÷ 0,98	÷ 0,70
Emerging Markets	9,78	12,01
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	÷ 1,58	÷ 1,85
Europe Focus	15,80	12,96
Europe Low Volatility - Accumulating	12,37	-
Flexinvest Aktier ¹⁾	13,75	-
Flexinvest Danske Obligationer ¹⁾	÷ 1,34	-
Flexinvest Fonde ¹⁾	÷ 2,20	-
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer ¹⁾	÷ 0,24	-
Flexinvest Korte Obligationer ¹⁾	÷ 0,55	-
Flexinvest Lange Obligationer ¹⁾	÷ 2,35	-
Flexinvest Udenlandske Obligationer ¹⁾	1,19	-
FX - Accumulating KL	-	-
• FX, klass SEK W ^{1) **)}	÷ 3,83	-
• FX, osuuslaji EUR W ^{1) **)}	÷ 2,68	-
• FX - Akkumulerende, klasse EUR W	÷ 3,19	-
GEM - Akkumulerende KL	-	-
• GEM, osuuslaji EUR W	7,86	12,01
• GEM - Akkumulerende, klasse DKK W	8,32	12,01
Global	13,48	11,70
Global Equity Solution	13,03	11,70
Global Equity Solution - Akkumulerende KL	-	-
• Global Equity Solution, klass SEK W	9,80	8,82
• Global Equity Solution, klasse NOK W	8,67	7,73
• Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W	12,67	11,70
Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL	-	-
• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W ¹⁾	13,38	-
Global ESG - Accumulating KL	9,98	7,41
Global Restricted	14,82	11,70
Kommuner 4	÷ 1,18	÷ 0,70
Kommuner Europæiske Obligationer	÷ 1,27	÷ 1,35
Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL	-	-
• Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I ¹⁾	÷ 1,71	÷ 1,84
Online Danske Obligationer Indeks	÷ 1,35	÷ 1,20
Online Global Indeks	10,47	11,66
Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL	-	-
• PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating, Class A	9,15	9,74
• PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating, Class I	9,44	9,74
US High Yield Bonds	2,47	2,06
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL	-	-
• US High Yield Bonds, klass SEK W h	2,64	2,43
• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	2,70	2,41
• US High Yield Bonds - Akkumulerende, klasse DKK W h	2,38	2,06
USA	9,66	10,33
USA Low Volatility - Accumulating KL	0,94	-

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

¹⁾ Intet relevant mål for markedsafkastet

²⁾ Siden introduktionen i 2015.

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



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.

Afkastene frem til 26. august 2015

AFKAST FREM TIL 26. AUGUST 2015

Afdeling	Pct.
Aktier	0,94
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	-0,52
Danske Obligationer Absolut	-1,07
Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko	0,09
Danske Obligationer Allokering	-0,73
Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL	-
• Danske Obl. Allokering – Akk., klasse DKK W h	-0,73
Emerging Markets	-8,06
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	-1,21
Europe Focus	7,84
Europe Low Volatility – Accumulating KL	9,96
Flexinvest Aktier	4,16
Flexinvest Danske Obligationer	-0,88
Flexinvest Fonde	-1,61
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer	-0,03
Flexinvest Korte Obligationer	-1,31
Flexinvest Lange Obligationer	-1,48
Flexinvest Udenlandske Obligationer	-1,72
FX – Accumulating KL	-
• FX, klass SEK W	-8,03
• FX, osuuslaji EUR W	-6,93
• FX – Akkumulerende, klasse EUR W	-7,42
GEM – Akkumulerende KL	-
• GEM, osuuslaji EUR W	-11,81
• GEM – Akkumulerende, klasse DKK W	-11,24
Global	3,38
Global Equity Solution	1,97
Global Equity Solution – Akkumulerende KL	-
• Global Equity Solution, klass SEK W	3,25
• Global Equity Solution, klasse NOK W	5,30
• Global Equity Solution – Akk., klasse DKK W	1,63
Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL	-
• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W	-0,35
Global ESG – Accumulating KL ¹⁾	-5,64
Global Restricted	3,49
Kommuner 4	-0,61
Kommuner Europæiske Obligationer	-0,60
Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL	-
• Norske Aksjer Institusjon Restrikted, klasse NOK I	-8,32
Online Danske Obligationer Indeks	-0,80
Online Global Indeks	-1,20
PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL	-
• PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class A	2,24
• PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class I	2,60
US High Yield Bonds	-3,88
US High Yield Bonds – Akkumulerende KL	-
• US High Yield Bonds, klass SEK W h	-3,02
• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	-2,93
• US High Yield Bonds – Akk., klasse DKK W	-3,30
USA	-2,35
USA Low Volatility – Accumulating KL	-4,24

Skemaet viser afdelingernes afkast i pct. fra 31. december 2014 frem til den 26. august 2015. Opgjort på baggrund af kurser pr. 25. august 2015.

¹⁾ Afdelingen har pr. 1. juli 2015 skiftet navn til Global StockPicking Restricted – Accumulating KL.

NY AFDELING	NYE ANDELSKLASSER	DATO FOR INTRODUKTION
	<ul style="list-style-type: none"> FX, klass SEK W FX, osuuslaji EUR W - begge under den allerede eksisterende afdeling FX - Accumulating KL 	5. februar
<ul style="list-style-type: none"> Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer 		26. maj
<ul style="list-style-type: none"> Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL 	<ul style="list-style-type: none"> Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK 1 	9. juni

Skemaet viser de nye afdelinger og andelsklasser, der er introduceret i første halvår af 2015.

At ændringen kun gjaldt til 1. juli i forhold til afdeling Flexinvest Korte Obligationer skyldes, at nye vedtægter for denne afdeling trådte i kraft på denne dato.

Lavere omkostninger og mere enkel struktur

Bestyrelsen i Investeringsforeningen Danske Invest Select fortsatte sin dialog med Danske Bank om en forenkling af omkostningsstrukturen.

Det resulterede i, at tegningsprovisionen fra og med den 1. juli 2015 helt er fjernet fra samtlige foreningens afdelinger, mens managementhonoraret blev forhøjet i en række udvalgte afdelinger.

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

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

De nye omkostningssatser påvirker administrationsomkostningsprocenten i de enkelte afdelingers regnskaber i denne rapport. ÅOP er beregnet pr. 1. juli 2015 og er beregnet ud fra den nye struktur og derfor uden tegningsprovision m.v. Der henvises endvidere til foreningens prospekter, hvor de nye satser fremgår.

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

Nye afdelinger og andelsklasser

I Investeringsforeningen Danske Invest Select arbejder vi løbende på at udvikle og tilpasse foreningens produktpalette i forhold til investorernes behov og interesse. I første halvår af 2015 introducerede vi en række nye afdelinger og andelsklasser, som fremgår af skemaet oven for.

Læs mere om alle vores afdelinger og andelsklasser på www.danskeinvest.com og under beretningen for hver enkelt afdeling bagest i denne rapport.

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

ACTIVE SHARE

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.

TRACKING ERROR

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

Om Active share

Finanstilsynet har i rapporten "Markedsudviklingen i 2013 for investeringsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger" indikeret, at en række afdelinger i Danske Investforeningerne i praksis er skabsindeksafdelinger, da de både har en Active Share (se boks med definition) under 60 pct. og en Tracking Error (se boks med definition) under 4 pct.

Målet for afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark, mens målet for afdelinger, som følger en passiv investeringsstrategi - også kaldet indeksbaseret - er at investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks tæt.

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest Select følger løbende op på, at alle afdelinger med en aktiv investeringsstrategi faktisk er aktive. I Investeringsforeningen Danske Invest Select er der én afdeling, som er placeret under Finanstilsynets indikative grænseværdier, nemlig afdeling USA. Afdelingens investeringsstrategi har bestået af tre komponenter:

- 1) indeks
- 2) "enhanced" indeks og
- 3) et aktivt styret Mid Cap-mandat.

Afvigelsen fra benchmark har været genereret af "enhanced" indeks og især Mid Cap-mandatet. Afdelingen styres endvidere aktivt via løbende allokering til de tre strategier. Omkostningsstrukturen i afdelingen afspejler afdelingens investeringsstrategi. Den faktuelle historiske underperformance viser, at afdelingen er aktivt styret. I slutningen af juni 2015 besluttede bestyrelsen imidlertid at ændre investeringsstilen i afdelingen og lukke det aktivt styrede Mid Cap-mandat. Samtidig blev omkostningerne i afdelingen reduceret.

Navneændringer

På forårets generalforsamling blev det vedtaget at ændre navnet på afdeling Global ESG - Accumulating KL til Global StockPicking Restricted - Accumulating KL.

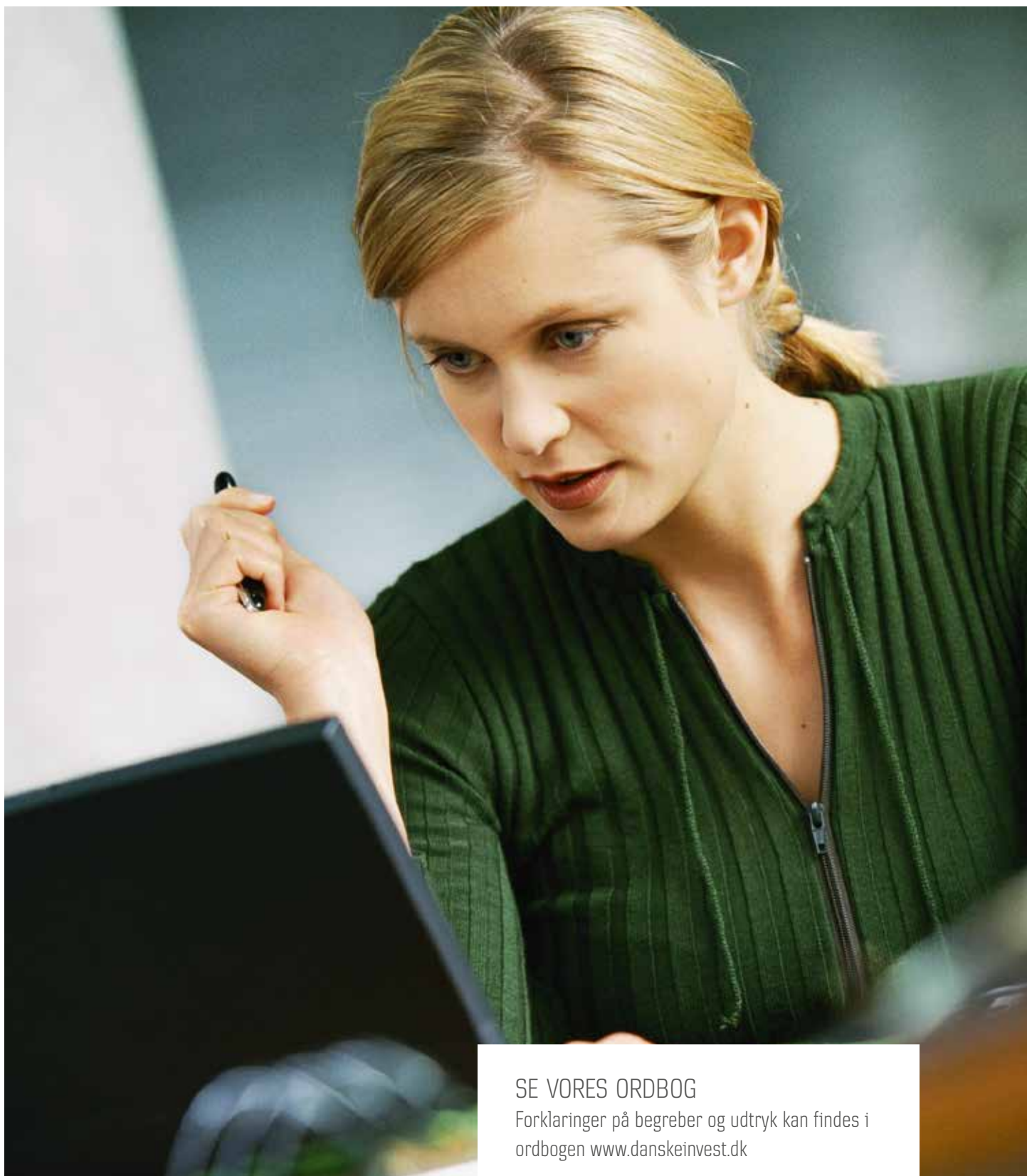
Ændringen blev godkendt af Finanstilsynet og gennemført den 1. juli 2015.

Justeringer af strategier mv.

På forårets generalforsamling blev det vedtaget at ændre investeringsområdet for afdeling Flexinvest Korte Obligationer, således at afdelingen også kan investere i obligationer o.lign., der ikke er denomineret i danske kroner.

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

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



SE VORES ORDBOG

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

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Investeringsmarkederne i første halvår 2015

Verdensøkonomien:

Grækenland overskyggede vækst i global økonomi

USA lagde ud med at skuffe de høje forventninger, som markedet havde til den amerikanske vækst, idet væksten aftog markant i første kvartal. Men væksten kom hurtigt tilbage, da der var tale om midlertidige faktorer som f.eks. en hård vinter og faldende investeringer i oliesektoren, drevet af faldet i olieprisen. Således er væksten allerede tilbage på 3 pct., drevet af normaliseringen på boligmarkedet og et velfungerende banksystem. Væksten i Europa var en positiv overraskelse, idet den steg til pænt over 2 pct. i løbet af første halvår.

Drivkraften var den svagere valuta, lavere oliepris, lavere renter og et bedre banksystem. Slutteligt faldt væksten i Kina til omkring 5 pct. - det laveste niveau i mange år - drevet af stram kreditpolitik og en nedtur på boligmarkedet. Der blev dog lempet lidt på den stramme politik i andet kvartal, og væksten begyndte at stabilisere sig på de lave niveauer. Hovedparten af dette blev dog overskygget af begivenhederne i Grækenland, hvor forhandlingerne mellem parterne brød sammen.

Tidligt på året valgte Den Europæiske Centralbank (ECB) endnu en gang at lempe pengepolitikken, idet den igangsatte et opkøbsprogram af statsobligationer, mens den amerikanske centralbank (Fed) signalerede, at renteforhøjelser er på vej, hvis økonomien fortsætter med at vokse pænt.

Obligationer: Rekordlave renter

Det rentefald, som i USA prægede det meste af 2014, fortsatte et stykke ind i 2015 for derefter at nå det laveste niveau ultimo januar med knap 1,65 pct., målt på den 10-årige obligation. Den primære årsag var skuffende nøgletal. I foråret tiltog spekulationerne om, hvorvidt Fed ville hæve renterne i 2015. Disse forventninger blev dog skudt længere og længere ud i fremtiden bl.a. på grund af skuffelserne over væksten i første kvartal, men også pga. af den stigende forskel på pengepolitikken i hhv. Japan og eurozonen på den ene side og USA på den anden, der risikerede at sende den amerikanske dollar yderligere på himmelflugt. Eftersom væksten i USA steg i andet kvartal, gav det opadgående pres på renterne, og ved halvårets afslutning sluttede den amerikanske 10-årige rente på 2,4 pct.

ECB's opstart på køb af euro-statsobligationer var af historiske dimensioner, ikke mindst givet Deutsche Bundesbanks store modstand. Dette opkøb betød sammen med betydeligt strammere regulering af de finansielle markeder, at udsvingene på rentemarkederne blev meget kraftige. Disse store rentebevægelser betød, at den 10-årige tyske statsobligationsrente en overgang handlede på næsten 0 pct. (0,05 pct.). Henover foråret og i begyndelsen af sommeren steg renterne, men endte dog stadig på et historisk lavt niveau (0,75 pct.). Grækenland har ad flere omgange spillet en

DET GLOBALE OBLIGATIONSMARKED I FØRSTE HALVÅR 2015	Renteniveau i %, ultimo		Afkast i %	
	2014	2015	Lokalvaluta	Danske kr.
Danmark	0,85	0,77	-	-1,30
USA	2,17	2,35	-0,12	8,67
Japan	0,33	0,47	-0,78	5,77
Tyskland	0,54	0,76	-1,06	-0,88
Sverige	0,93	0,99	-0,10	2,54
Storbritannien	1,76	2,02	-0,80	8,86
Globalt	-	-	-	5,07
Euroland	-	-	-	-1,18
Nye Markeder	-	-	-	1,12
Erhvervsobligationer - Investment Grade	-	-	-	-1,88
Erhvervsobligationer - Spec. Grade	-	-	-	1,93

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



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.

central rolle på de internationale rentemarkeder. I sig selv er Grækenland ikke afgørende, men grundet mængden af lån til Grækenland i EU-systemet herunder ECB, vil en eventuelt græsk konkurs kunne få en afgørende rolle for hele EU-systemets troværdighed og opbygning.

I Danmark medførte spekulationer om, hvorvidt den danske fastkurspolitik ville blive afsluttet et voldsomt angreb på den danske krone, mens danske institutionelle investorer blev tvunget til at beskytte sig mod det lidet sandsynlige scenarie. Det øgede det opadgående pres på kronen. Nationalbanken blev således presset til at beskytte kronen med adskillige rentenedsættelser og indgreb i valutamarkedet til følge. Det medførte negative renter i Danmark på store dele af rentekurven. I andet kvartal blev presset mindsket, og Nationalbanken lod valutareserven, der var steget til rekord høje niveauer, falde igen. Renterne blev dog ikke hævet.

Danske realkreditobligationer blev i første halvår ramt af høje indfrielse, stigende varigheder, stigende volatilitet og spændudvidelser, hvilket betød, at afkastet på danske realkreditobligationer generelt var lavere end afkastet på tilsvarende statsobligationer.

Halvåret var præget af ECB's opkøb af statsobligationer bl.a. med det formål at få de langsigtede in-flationsforventninger til at stige. Opkøbene inkluderede også europæiske indeksobligationer. Det gav i første omgang meget lave nominelle og realrenter. Da renterne steg henover foråret, gik det ekstra hårdt ud over realrenterne grundet den defensive natur, som markedet for indeksobligationer har.



KREDITSPÆND

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

Kreditobligationer:

Fint igennem et svært halvår

Kreditmarkedet var i første halvår præget af de markante bevægelser i rentemarkedet samt de intense forhandlinger mellem den græske regering og eurolandene om en ny gældsaf tale for den store græske statsgæld. Da den græske premierminister meget overraskende afsluttede forhandlingerne med de europæiske kreditorer med henblik på at sende kreditorernes forslag til folkeafstemning, blev kreditmarkedet ramt. Renteforskellen mellem virksomhedsobligationer og de mest sikre statsobligationer steg, om end det skete under meget lav handelsaktivitet. Den største reaktion kunne noteres i kreditspændene på de sydeuropæiske stats- og virksomhedsobligationer.

VALUTAMARKEDERNE I FØRSTE HALVÅR 2015

	Ændring i %	Kurs
Engelsk pund	9,74	1.052,97
Euro	0,18	745,99
Japansk yen	6,60	5,47
Norsk krone	3,68	85,10
Svensk krone	2,65	80,69
U.S. dollar	8,80	669,53

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

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

På trods af de store udsving i de underliggende renter og de intense forhandlinger om den græske statsgæld var bevægelserne på investment grade-kreditspændene relativt moderate. Det skal bl.a. ses i lyset af den flotte økonomiske vækst, som regionen leverede.

Markedet for de mest risikable virksomhedsobligationer startede meget stærkt i kølvandet på ECB's opkøbsprogram. Det fik investorerne til at jage obligationer med blot en noget positiv rente. Samtidig blev obligationer understøttet af den tiltagende vækst i regionen. I takt med at situationen i Grækenland eskalerede, blev de mest risikable virksomhedsobligationer dog også ramt.

I første halvår af 2015 blev emerging markets-obligationer udstedt i US-dollar påvirket af en række modsatrettede faktorer. På den positive side steg olieprisen med ca. 10 pct., ligesom råvarepriserne generelt stabiliserede sig, men på den negative side skuffede den økonomiske vækst i emerging markets-landene atter en gang. Merrenten på emerging markets-obligationer i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer var meget volatil gennem halvåret, men sluttede i 3,5 procentpoint, hvilket var uændret i forhold til niveauet ved årsskiftet. Det resulterede i, at emerging markets-statsobligationer udstedt i US-dollar, men valutasikret over for den danske krone, kom ud af halvåret med et afkast på 1,1 pct., hvilket var 2,5 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Emerging markets-statsobligationer udstedt i landenes egne valutaer gav et afkast på 0,8 pct. omregnet til danske kroner.

Valuta: Store udsving

ECB's markante tiltag i starten af året førte til en kraftig svækkelse af euroen. Men kombinationen af bedre vækst og stigende europæiske renter støttede euroen senere på året. Euroen sluttede dog halvåret væsentligt svagere mod f.eks. den amerikanske dollar. Efter styrkelse først på året fik valutaerne i de nye markeder det svært, bl.a. på grund af de stigende globale renter samt den svage vækst i landene anført af Kina. I Danmark var vi vidne til det helt store drama, da den schweiziske nationalbank besluttede at lade den schweiziske valuta flyde frit igen efter en længere periode med fast kurs overfor euroen. Det medførte spekulationer om, at Danmark ville gå samme vej med massive angreb mod den danske fastkurspolitik overfor euroen. Samtidig bredte frygten sig blandt hjemlige investorer, der måtte beskytte sig mod et scenarie, hvor fastkurspolitikken brød sammen. Nationalbanken måtte i offensiven med historisk store tiltag for at undgå kronestyrkelsen – herunder markante rentenedsættelser. I løbet af et par måneder viste det sig dog, at Nationalbanken sejrede, og spekulationerne aftog, mens kronen bevægede sig tilbage til centralkursen.

Globale aktier: Positive afkast

I første halvår af 2015 gav de globale aktiemarkeder et afkast på 11,7 pct. Afkastet var understøttet af en moderat økonomisk vækst i verdensøkonomien i de udviklede økonomier. De europæiske og japanske aktiemarkeder begyndte året stærkt, og i Europa i særdeleshed var markedet positivt påvirket af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at igangsætte opkøb af statslige og privatudstedte obligationer. Vækst- og renteforskellen mellem den amerikanske og europæiske økonomi, resulterede i en fortsat svækkelse af euroen over for US-dollar på 8,8 pct., som på længere sigt er positivt for indtjeningsudviklingen i eksportorienterede europæiske selskaber. Usikkerheden blussede dog kraftigt op i slutningen af halvåret grundet de kuldsejlede forhandlinger mellem Europa og Grækenland. Det sendte specielt de europæiske aktier ned fra toppen tidligere på året.

Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast på 10,3 pct., som primært skyldes en styrkelse af US-dollar over for danske kroner. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Modsat var situationen i Europa, der fik et afkast på 13,0 pct. understøttet af stigende økonomisk

VERDENS AKTIEMARKEDER I FØRSTE HALVÅR 2015

Ændring i pct.	Lokal-valuta, %	Danske kr., %
Danmark	20,94	20,94
USA	1,40	10,33
Japan	15,96	23,62
Tyskland	-	-
Storbritannien	-	-
Sverige	-	-
Europa	-	12,96
Asien excl. Japan	-	14,74
Globalt A/C	-	11,70
Latinamerika	-	1,86
Nye Markeder	-	12,01
Østeuropa	-	26,95
Norden	-	15,33

Kilde: Morgan Stanley og OMX



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.

aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner med en stigning på hele 23,6 pct. hvor den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat sin understøttelse af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder fik et afkast på 12,0 pct., men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Alle sektorer på det globale aktiemarked har leveret positive afkast i første halvår. Sektorerne sundhed, varige forbrugsgoder og telekommunikation gav de største positive afkast på henholdsvis 19,4 pct., 15,9 pct. og 13,8 pct., mens sektorerne forsyning, energi og materialer gav afkast på henholdsvis 0,7 pct., 5,1 pct. og 9,7 pct. Afkastet i forsyning og energi kan tilskrives et fortsat regulatorisk pres kombineret med en fortsat lav olie- og råvareprisudvikling.

Danske aktier: Igen blandt verdens bedste

Det danske aktiemarked leverede med 20,9 pct. i første halvår 2015 et højt afkast – også i forhold til europæiske og særligt amerikanske indeks. Generelt steg cykliske aktier mere end defensive, særligt i løbet af andet kvartal. De lange renter bundede for denne gang i første kvartal –

og korrigerede kraftigt i andet kvartal med solide rentestigninger til følge. Dette satte de relativt dyrt prissatte defensive aktier – så som forsikringsselskaberne – under pres, idet disse over en længere periode har opnået obligationslignende status hos investorerne i kraft af høje udbytter og aktietilbagekøb. De små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt på linje med de store selskaber i første halvår.

SEKTORUDVIKLINGEN PÅ AKTIEMARKEDERNE I FØRSTE HALVÅR 2015

Ændring i %

Energi	5,11
Materialer	9,65
Industri	9,98
Forbrugsgoder	15,90
Konsumentvarer	10,54
Sundhedspleje	19,43
Finans	11,42
It	10,78
Telekomm.	13,57
Forsyning	0,73
I alt	11,70



Evaluering af forventningerne til første halvår 2015

Væksten i USA skuffede vores forventninger i første kvartal, men den hurtige bedring i andet kvartal var på linje med vores forventninger om en vækst på omkring 3,5 pct. for 2015. Derimod viste væksten i eurozonen sig stærkere end vores forventninger, mens lempelsen af pengepolitikken ikke kom bag på os. Svagheden i de nye markeder anført af Kina har vi længe bekymret os om, men nedturen på det kinesiske boligmarked var initialt kraftigere, end vi ventede. Overordnet set blev vores forventninger om fortsat pæn vækst i global økonomi indfriet.

Vores forventninger om først faldende renter og derefter stigende renter blev indfriet, og renterne endte på et historisk lavt niveau. Forventningen om ikke stigende korte renter i euroland blev også indfriet. Til gengæld satte den amerikanske centralbank (Fed) mod forventning ikke renten op i første halvår, mens Den Europæiske Centralbank (ECB) i overensstemmelse med vores forventning lempede pengepolitikken yderligere. Indeksobligationerne klarede sig en anelse bedre end deres nominelle obligationer modsat vores forventninger.

Vores forventning om positive omend beskedne afkast på europæiske virksomhedsobligationer blev ikke indfriet. Vores forventning om positive afkast på high yield-obligationer blev indfriet.

I overensstemmelse med vores forventninger gav emerging markets-obligationer udstedt i US-dollar et positivt afkast i første halvår af 2015.

Aktiemarkederne har mere end indfriet vores forventninger om moderat positive afkast, specielt i Danmark og Europa, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015. De latinamerikanske aktiemarkeder skuffende i første halvår af 2015 primært pga. den skuffende økonomiske udvikling i Brasilien og korrupsionsskandalen i Petrobras.

Forventningen om en styrket US-dollar blev indfriet. Derimod blev vores forventning om en faldende yen ikke indfriet. Forventningerne om en styrkelse af de skandinaviske valutaer blev ligeledes indfriet.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015

Uroen på aktiemarkederne m.v. i slutningen af august 2015 kommenteres i boksen nedenfor.

Verdensøkonomien: Fortsat pæn vækst

Væksten i eurozonen er nu dobbelt så høj som regionens langsigtede potentiale, drevet af bl.a. den lavere oliepris og den svækkede valuta. Vi vurderer, at banksystemet fortsætter med at lempe kreditbetingelserne. Fra et vækstperspektiv forventer vi derfor aftagende vækst i eurozonen, men grundet banksystemet bør den holde sig på omkring 2 pct. Grækenland trækker selvsagt overskrifter, men regionens institutioner er mere robuste nu, og frem for alt står Den Europæiske Centralbank (ECB) klar til at bruge alle midler for at forhindre eventuelle negative effekter på andre lande fra Grækenland.

I USA er vi også fortrøstningsfulde: Væksten er tilbage på 3 pct. og vi forventer, at den bliver der, drevet af det sunde banksystem og den deraf følgende bedring på boligmarkedet. Boligbyggeriet ligger stadig væsentligt under det niveau, der skal til for at følge med bl.a. befolkningstilvæksten. Holder

vores forventninger stik, hæver den amerikanske centralbank (Fed) renten i efteråret.

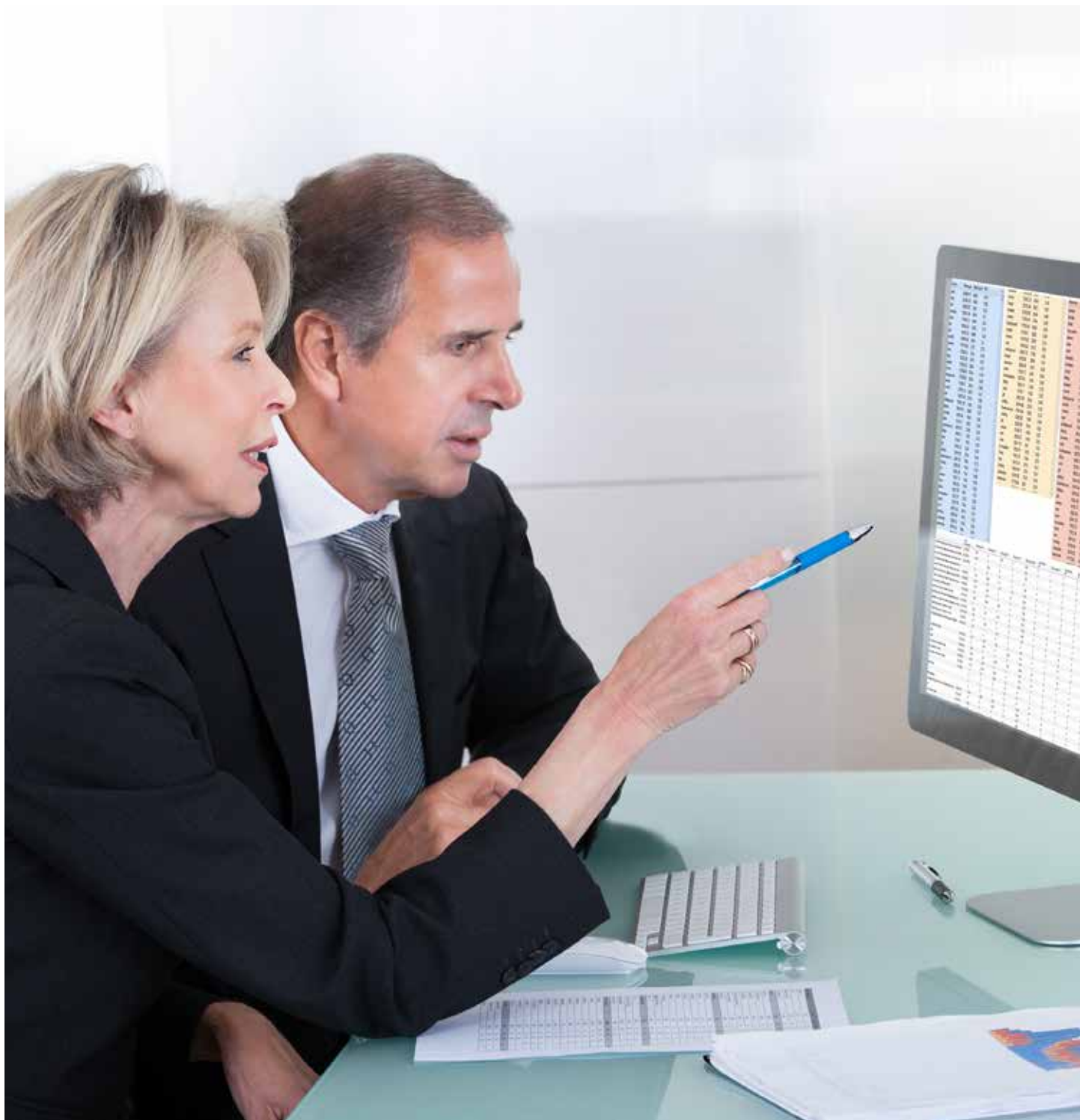
Kina er efter vores vurdering langt om længe kommet ned på et mere holdbart vækstniveau. Perioden med det boomende boligmarked er slut, og myndighederne er efter vores vurdering stærkt optaget af ikke at gentage tidligere tiders fejl med alt for lempelig kreditgivning. Ikke desto mindre lempes den stramme politik lidt, hvorfor vi ser en bedring i væksten i Kina til omkring 6 pct. Kinas historie er dog symptomatisk for mange andre lande i de nye markeder, hvor flere lande står med mange udfordringer. Derfor er vi fortsat skeptiske overfor vækstmulighederne i regionen specielt set i lyset af vores vurdering om kommende rentestigninger i USA, idet flere lande er afhængige af ekstern finansiering.

De største risici ved disse forventninger er politiske. Situationen i Europa er åbenlys – og med valg i Spanien og en mulig folkeafstemning om Storbritanniens medlemskab af EU i de kommende år – er der masser at bekymre sig om. I USA skal man endnu en gang diskutere gældsloftet til efteråret. Slutteligt: Selvom vi er meget glade for afmatningen på

KINAS DEVALUERINGER OG UROEN PÅ AKTIEMARKEDERNE I SLUTNINGEN AF AUGUST 2015

I august overraskede de kinesiske myndigheder med devalueringer af den kinesiske valuta. Kombineret med et overophedet kinesisk aktiemarked var det med til at øge usikkerheden på de finansielle markeder. Det har medført større fald i aktiemarkederne globalt – specielt i de nye markeder – og er blevet fulgt op af en svækkelse af de fleste valutaer over for euro. Usikkerheden om væksten i Kina har også presset råvarepriserne og forventes at være med til at udskyde tidspunktet for renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank.

Den nuværende situation gør det vanskeligere at vurdere udviklingen på de finansielle markeder, men vi forventer, at verdensøkonomien stadig vil udvise en pæn vækst, og det vil være med til at stabilisere de finansielle markeder. Den seneste udvikling giver øget usikkerhed, og vi vurderer, at der må forventes større udsving på de finansielle markeder i den resterende del af 2015, end vi har været vant til i de senere år.



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.

det kinesiske boligmarked og mener, at det værste er ovre, fokuserer vi fortsat intenst på denne sektor, idet den har potentialet til at forårsage store problemer.

Obligationer: Første renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank i næsten ti år

Den amerikanske centralbank meddelte tidligere i år, at dens beslutning om at hæve renterne ville ske med baggrund i de økonomiske nøgletal. Disse nøgletal har indtil videre ikke givet anledning til renteforhøjelser. Vi forventer, at nøgletallene og at de internationale forhold (Grækenland) i efteråret giver så meget ro omkring beslutningen, at vi ser den første renteforhøjelse sidst på året. Vi forventer ikke, at det nødvendigvis er starten på en stribe renteforhøjelser idet både Bank of Japan og ECB fortsat fører betydelig lempelig pengepolitik, men snarere at Fed langsomt føler sig frem og vurderer fra renteforhøjelse til renteforhøjelse, om markedet kan bære stramningerne. Vi forventer, at de 10-årige amerikanske renter vil være påvirket af den bedre økonomiske stemning, der skal til, for at Fed hæver renten og derfor også vil være svagt stigende resten af året.

De europæiske lande har haft en forrygende økonomisk medvind i form af lave renter, faldende oliepriser og lav eurokurs. Dette har bevirket en spirende økonomisk optimisme, men dog ikke i sådan et omfang, at det har fået ECB til at ændre pengepolitikken. Vi forventer, at ECB fortsætter sin meget lempelige pengepolitik, samt at den tyske 10-årige rente vedbliver med at være meget lav. Vi forventer, at uroen omkring Grækenland mindskes henover sommeren og derfor også giver mere ro omkring renterne i Italien, Spanien og Portugal.

Vi forventer, at danske realkreditobligationer i andet halvår vil opleve spændingsnævninger, da danske realkreditobligationer vil opleve øget efterspørgsel fra låntagere, som ønsker at opkonvertere. Dette betyder, at vi forventer, at danske realkreditobligationer vil gøre det bedre end tilsvarende statsobligationer.

Rentestigningen i foråret kom så hurtigt, at alle renter steg over en bred kam. Det er derfor vores holdning, at indeksobligationer har noget til gode i kraft af stigende inflationsforventninger, når markedet falder til ro, og alting igen bliver prisfastsat mere konsistent. Hertil kommer, at vi fortsat vurderer, at de langsigtede inflationsforventninger er for lave, især fordi den aktuelt lave globale inflation først og fremmest skyldes faldet i olieprisen, hvilket kun har en kortsigtet effekt på inflationen. Derfor har vi en forventning om, at indeksobligationer gør det bedre end de nominelle obligationer.

Kreditobligationer: Stadig positive udsigter for virksomhedsobligationer

Selvom risikoaversionen steg markant den seneste tid, mener vi ikke, at det fundamentale billede for kreditmarkedet er ændret eller vil blive forværret i nær fremtid. Vi forventer fortsat pæn vækst i den globale og europæiske økonomi, mens specielt den europæiske pengepolitik forbliver lempelig i de næste par år. Det fastholder den store efterspørgsel efter merrente, som virksomhedsobligationer kan levere. Dertil kommer fornuftige balancer hos de europæiske virksomheder. Overordnet set forventer vi derfor positive afkast på virksomhedsobligationer i andet halvår.

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien i andet halvår og en begyndende vending i store emerging markets-lande som Brasilien og Rusland, der har været i decideret recession, forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter emerging markets-obligationer. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer at være relativt attraktiv set i et historisk perspektiv, når man tager højde for, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen, og for den forbedring, der har fundet sted i landenes gennemsnitlige kreditværdighed gennem de seneste 10-15 år. For det andet er emerging markets-obligationer, ligeledes set i et historisk perspektiv, billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på emerging markets-obligationer i andet halvår af 2015. Men vi må erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteudvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

Valuta: Dollaren styrkes yderligere

Efter en massiv styrkelse i andet halvår 2014 og de første måneder af 2015, har den amerikanske dollar taget en pause. Vi vurderer dog, at den amerikanske dollar igen begynder at stige i takt med, at den amerikanske centralbank begynder at hæve renterne. Samtidig vurderer vi nemlig, at ECB vil holde pengepolitikken meget lempelig, og dermed udlignes den store forskel mellem styrken i USA på den ene side og relativ svaghed i eurozonen på den anden side. Det gælder til en vis grad også forholdet mellem det britiske pund og euroen, hvor den engelske centralbank også er klar med renteforhøjelser indenfor en overskuelig fremtid. Vi forventer, at yennen er stabil over for euroen. Slutteligt er vi skeptiske overfor valutaerne i de nye markeder, grundet vores bekymringer for væksten i disse lande.

Globale aktier: Beherskede positive afkast

Vi forventer moderat positive globale aktiemarkeder i den resterende del af 2015, hvilket er baseret på vores forventning om en positiv underliggende økonomisk vækst i verdensøkonomien, en meget lempelig pengepolitik på tværs af regioner og en fornuftig indtjeningsvækst. Vi forventer også, at kursudviklingen i andet halvår vil være præget af kortere perioder med usikkerhed om den økonomiske vækst og geopolitiske udvikling, samt perioder med rentestigninger på obligationsmarkederne.

Danske aktier: Moderat positive afkast

Indtjeningen fra de danske selskaber forventes fortsat at være blandt de hurtigst voksende set i globalt perspektiv. Vurderet på indtjeningsnøgletal er det danske aktiemarked således historisk højt prisfastsat, men givet de relativt høje vækstforventninger fremstår prissætningen rimelig. Vi venter et moderat positivt aktiemarked i den resterende del af 2015.

Risici i forhold til forventningerne

De største risici knytter sig til vores forventning om fortsat økonomisk vækst i den globale økonomi. Skuffes disse, bliver aktiemarkederne ramt via skuffende indtjening og lavere prisfastsættelse. Det vil medføre kursfald på aktiemarkedet. Ligeledes vil risikoaversionen ramme virksomhedsobligationer samt obligationer fra de nye markeder, der også vil opleve kursfald. Dertil kommer den politiske udvikling, som ligesom i første halvår kan skabe perioder med usikkerhed. Forværres krisen i Grækenland, vil det også være negativt. Det vil også betyde, at vores forventning om stigende renter i USA ikke bliver indfriet, ligesom renterne i de sikre lande som Tyskland og Danmark vil falde. Derfor vil statsobligationsmarkedet klare sig bedre, end vi vurderer.

Overrasker den globale vækst derimod positivt, vil det medføre endnu større stigninger i obligationsrenterne, end vi p.t. forventer. Det vil give anledning til negative afkast på de mest sikre statsobligationer og højst sandsynligt også på nogle aktier, der allerede er relativt højt prissat som f.eks. amerikanske aktier. En hurtigere afslutning på den politiske usikkerhed vil være godt for de fleste aktiver, dog undtaget sikre statsobligationer, idet renterne her igen vil stige som tegn på bedre udsigter for global økonomi.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Risici samt risikostyring

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

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

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

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

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

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Danske Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller

7 på risikoindekatoren]. 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 risikoindekatoren fra dokumentet central investorinformation ultimo 2014. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering.

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

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indekatoren (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 danskeinvest.dk kan man for den enkelte afdeling, under punktet »Risiko«, se afdelingens aktuelle og senest opdaterede placering på risikoindekatoren. Risikoindekatoren 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. Benchmarkafkastet tager ikke højde for omkostninger. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark. Bagest 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 porteføljerådgivere 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 danskeinvest.dk under produktinformationen om den enkelte afdeling.

Risikostyring

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

I aktieafdelingerne er der i instruksens 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 risikoindekset 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 ses i forhold til denne valuta. 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, 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 obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis 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 kursstigninger på likvide, sikre statsobligationer og massive kursfald og kraftigt stigende kursudsving på de mere risikobetonede obligationstyper som lavt ratede virksomhedsobligationer og statsobligationer udstedt eller garanteret af stater med høj kreditrisiko. I disse situationer vil de mere risikable værdipapirer tendere til at svinge ens og modsat i forhold til mere risikofrie statsobligationer.

Særlige risici Obligationsafdelingerne

Obligationsmarkedet

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

Renterisiko

Renteudviklingen varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, 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 klimatematet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området.

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

i de underliggende værdipapirer som aftalt. Flere afrikanske lande er genstand for politisk ustabilitet og 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 aktie- som obligationsafdelingerne.

Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2014. Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på danskeinvest.dk eller kan bestilles ved at kontakte:

Danske Invest Management A/S,
Parallelvej 17,
2800 Kgs. Lyngby

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende halvårsrapport for regnskabsperioden sluttende 30. juni 2015. 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 ledelsesberet-

ning 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 27. august 2015

DANSKE INVEST MANAGEMENT A/S

Direktion



Morten Rasten
Administrerende direktør



Finn Kjærgård
Vicedirektør



Lone Mortensen
Afdelingsdirektør

Bestyrelse



Vørn Anker Thomsen
Formand



Agnete Raaschou-Nielsen
Næstformand



Lars Fournais



Bo Holse



Birgitte Brinck Madsen



Walter V. Paulsen



Jens Peter Toft

SÅDAN LÆSER DU AFDELINGERNES REGNSKABER

Her gives en kort forklaring på de forskellige dele af afdelingernes regnskaber, som findes fra side 30 til 174 i halvårsrapporten.

Afdelingens profil

De væsentligste karakteristika ved afdelingen. Læs mere om de enkelte afdelinger på danskeinvest.dk.

Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindikatoren fra dokumentet central investorinformation.

Risikoen

Udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering. Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering i »6«-»7«. Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering i »1«-»2«. Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Nøgletal for risiko

Risikonøgletallene udtrykker på forskellig vis afdelingens historiske afkast og risiko og beregnes efter tre års levetid.

Tabel med fordeling

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

Kommentar til afkast m.v.

Her kan du læse om afkastet i første halvår 2015. Hvad gik godt, og hvad gik mindre godt? Vi kommer også ind på vores forventninger til resten af 2015 og særlige risici knyttet til afdelingen – og vi gør rede for den strategi, afdelingen vil følge.

Resultatopgørelse

Halvårets 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 halvåret. Administrationsomkostninger er omkostninger anvendt til driften af afdelingen. Skat består af udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes.

Balance

Afdelingens aktiver og passiver ultimo første halvår 2015. Aktiverne er i al væsentlighed de aktier og/eller obligationer, afdelingen investerer i. Passiverne er primært værdien af de Danske Invest-beviser, investorerne ejer i afdelingen – også kaldet investorernes formue.

Nøgletal for halvåret

De væsentligste nøgletal for afdelingens udvikling. De fleste nøgletal er forklaret i regnskabspraksis og i ordbogen, der findes på danskeinvest.dk.

Note om medlemmernes formue

Specificerer hvordan afdelingens formue har udviklet sig i løbet af året. Er cirkulerende kapital højere ultimo første halvår 2015 end primo 2015, har der netto været efterspørgsel efter beviser i afdelingen.

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klasserne

For afdelinger med flere andelsklasser vises noteoplysninger, som er specifikke for de enkelte andelsklasser.

AFDELINGERNES LEDELSESBERETNINGER OG ÅRSREGNSKABER

LÆS OM DE ENKELTE AFDELINGER OG ANDELSKLASSER

30	Aktier	105	Global Equity Solution
33	AlmenBolig Mellemlange Obligationer	108	Global Equity Solution - Akkumulerende KL
36	Danske Obligationer Absolut	110	• Global Equity Solution, klass SEK W
39	Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	113	• Global Equity Solution, klasse NOK W
42	Danske Obligationer Allokering	116	• Global Equity Solution - Akk., klasse DKK W
45	Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL	119	Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL
47	• Danske Obl. Allokering - Akk., klasse DKK W h	121	• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W
50	Emerging Markets	124	Global ESG - Accumulating KL
53	Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	127	Global Restricted
56	Europe Focus	130	Kommuner 4
59	Europe Low Volatility - Accumulating KL	133	Kommuner Europæiske Obligationer
62	Flexinvest Aktier	136	Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL
65	Flexinvest Danske Obligationer	138	• Norske Aksjer Institusjon Restriktet, klasse NOK I
68	Flexinvest Fonde	141	Online Danske Obligationer Indeks
71	Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer	144	Online Global Indeks
74	Flexinvest Korte Obligationer	147	PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL
77	Flexinvest Lange Obligationer	149	• PP Pension Aktieallokeringsfond - Acc. Class A
80	Flexinvest Udenlandske Obligationer	152	• PP Pension Aktieallokeringsfond - Acc. Class I
83	FX - Accumulating KL	155	US High Yield Bonds
85	• FX, klass SEK W	158	US High Yield Bonds - Akkumulerende KL
88	• FX, osuuslaji EUR W	160	• US High Yield Bonds, klass SEK W h
91	• FX - Akkumulerende, klasse EUR W	163	• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
94	GEM - Akkumulerende KL	166	• US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W
96	• GEM, osuuslaji EUR W	169	USA
99	• GEM - Akkumulerende, klasse DKK W	172	USA Low Volatility - Accumulating KL
102	Global		

Aktier

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 13,90 pct., mens benchmark steg 11,66 pct. Benchmark er knyttet officielt til afdelingen fra 1. maj 2015. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 1. halvår 2015 var 2,24 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast i første halvår 2015. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor både energi- og forsyningssektoren samt betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især afdelingens fraværende investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast i første halvår 2015. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske hospitalsselskab HCA Holdings, samt det japanske forsikringselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog afdelingens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt amerikanske Coca-Cola Company, særdeles negativt til afdelingens relative afkast i første halvår 2015.

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2010
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060177970
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	51,7%
Storbritannien	13,7%
Schweiz	7,5%
Japan	7,5%
Frankrig	6,6%
Øvrige inkl. likvide	13,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,03
Standardafvigelse	11,20
Active share	95,01

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne stabilt forbrug og industri. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det private forbrug, kreditmarkederne samt erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast

på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne stabilt forbrug, industri, diskretionært forbrug og sundhed, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsynings- og telekommunikationssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Aktier

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	24.772	11.093
Kursgevinster og tab	243.157	54.598
Administrationsomkostninger	-15.232	-6.586
Resultat før skat	252.697	59.104
Rente- og udbytteskat	-1.985	-865
Halvårets nettoresultat	250.712	58.239

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	7.704	13.756
Kapitalandele	2.042.216	1.764.776
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.652	7.659
Andre aktiver	5.071	1.986
Aktiver i alt	2.060.643	1.788.177
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.057.974	1.786.558
Anden gæld	2.669	1.619
Passiver i alt	2.060.643	1.788.177

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.786.558	595.362
Udlodning fra sidste år	-74.058	-117.422
Emissioner i perioden	337.007	542.578
Indløsninger i perioden	-243.835	-56.830
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.590	1.781
Periodens resultat	250.712	58.239
Medlemmernes formue ultimo	2.057.974	1.023.708

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	98,8
I alt finansielle instrumenter	99,2	98,8
Øvrige aktiver og passiver	0,8	1,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.057.974	1.023.708
Antal andele	14.284.527	8.203.991
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	144,07	124,78
Afkast i DKK [pct]*]	13,90	6,35
Benchmarkafkast i DKK [pct]	11,66	-
Administrationsomk. [pct]*]	0,76	0,77
ÅOP	1,71	2,06

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

Almen Bolig Mellemlange Obligationer

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,27 pct. Afdelingen har intet benchmark. Afkastet var således mindre tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på obligationsmarkedet, som faldt 0,70 pct. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af

obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

Afdelingen havde i starten af året en renterisiko i underkanten af obligationsmarkedets renterisiko. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal, blev renterisikoen øget til en anelse over obligationsmarkedets renterisiko. Dette skyldtes primært, at en del af de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stigende rente og dermed lavere konverteringssandsynlighed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	22,8%
1-3 år	25,9%
3-5 år	8,0%
5-10 år	24,8%
Over 10 år	6,8%
Øvrige inkl. likvide	11,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,01
Standardafvigelse	1,57

Almen Bolig Mellemlange Obligationer

centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på danske realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af porteføljen i specielt konverterbare realkreditobligationer, da renteforskellen mellem statsobligationer og konverterbare realkreditobligationer er historisk høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Almen Bolig Mellemlange Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	2.752	2.748
Kursgevinster og tab	-5.789	2.749
Administrationsomkostninger	-421	-476
Halvårets nettoresultat	-3.458	5.021

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	8.916	13.975
Obligationer	265.829	260.192
Andre aktiver	1.579	1.751
Aktiver i alt	276.324	275.918
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	276.266	274.437
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.425
Anden gæld	58	56
Passiver i alt	276.324	275.918

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	274.437	260.593
Udlodning fra sidste år	-2.686	-2.901
Emissioner i perioden	8.786	7.469
Indløsninger i perioden	-819	-1.198
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	6	9
Periodens resultat	-3.458	5.021
Medlemmernes formue ultimo	276.266	268.993

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,2	94,8
I alt finansielle instrumenter	96,2	94,8
Øvrige aktiver og passiver	3,8	5,2
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	276.266	268.993
Antal andele	2.773.466	2.633.133
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	99,61	102,16
Afkast i DKK [pct]*]	-1,27	1,90
Acontoudlodning	0,80	0,90
Administrationsomk. [pct]*]	0,16	0,18
ÅOP	0,29	0,46

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

Danske Obligationer Absolut

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,38 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var mindre tilfredsstillende i forhold markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, som faldt 0,70 pct. i samme periode.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske

vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,68 procentpoint lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering var de variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer.

Gennem halvåret havde afdelingen en høj andel af realkreditobligationer. Dette bidrog til, at afdelingen ikke kunne følge udviklingen i mellemlange danske obligationer. Afdelingen havde i starten af året en renterisiko, som var lavere end mellemlange danske obligationer. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal, blev varigheden øget til at være højere end mellemlange danske obligationer, da de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stigende rente og dermed lavere konverterings-sandsynlighed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	26,2%
1-3 år	27,1%
3-5 år	9,5%
5-10 år	29,4%
Øvrige inkl. likvide	7,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,37
Standardafvigelse	1,51

Danske Obligationer Absolut

vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af dem i porteføljen, da renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer er høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end mellemlange danske obligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Danske Obligationer Absolut

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	50.950	48.034
Kursgevinster og tab	-115.329	61.690
Administrationsomkostninger	-3.476	-3.381
Halvårets nettoresultat	-67.856	106.343

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	5.418	12.678
Obligationer	5.000.306	4.694.176
Mellemværende vedr. handelsafvikling	253	0
Andre aktiver	34.628	32.550
Aktiver i alt	5.040.605	4.739.404

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	5.035.562	4.636.105
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.132	102.821
Anden gæld	-89	478
Passiver i alt	5.040.605	4.739.404

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	4.636.105	4.749.579
Udlodning fra sidste år	-49.392	-48.627
Emissioner i perioden	1.136.511	386.213
Indløsninger i perioden	-621.290	-828.139
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.484	883
Periodens resultat	-67.856	106.343
Medlemmernes formue ultimo	5.035.562	4.366.252

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	101,3
I alt finansielle instrumenter	99,3	101,3
Øvrige aktiver og passiver	0,7	-1,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.035.562	4.366.252
Antal andele	48.422.800	40.787.473
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	103,99	107,05
Afkast i DKK [pct]*]	-1,38	2,44
Acontoudlodning	1,10	1,10
Administrationsomk. [pct]*]	0,08	0,08
ÅOP	0,18	0,18

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

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,09 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold markedsudviklingen for korte danske obligationer, som faldt 0,25 pct. i samme periode.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske

vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,16 procentpoint højere end markedsudviklingen for korte danske obligationer. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på mange obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering var de variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct.

I den modsatte retning trak beholdningen af konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer.

Gennem halvåret havde afdelingen en høj andel af realkreditobligationer. Afdelingen havde i starten af året en renterisiko, som var lavere end korte danske obligationer. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal, blev varigheden øget til at være højere end korte danske obligationer. Dette skyldtes, at de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stigende rente og dermed lavere konverteringssandsynlighed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	17,6%
1-3 år	55,8%
3-5 år	15,2%
5-10 år	1,6%
Øvrige inkl. likvide	9,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,01
Standardafvigelse	0,78

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko

vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af dem i porteføljen, da renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer er høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end korte danske obligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	39.131	31.215
Kursgevinster og tab	-40.116	4.571
Administrationsomkostninger	-2.732	-2.553
Halvårets nettoresultat	-3.717	33.233

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	31.715	49.954
Obligationer	3.689.314	3.696.641
Mellemværende vedr. handelsafvikling	83.392	0
Andre aktiver	25.463	26.593
Aktiver i alt	3.829.885	3.773.188

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	3.830.037	3.639.392
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	133.523
Anden gæld	-152	273
Passiver i alt	3.829.885	3.773.188

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.639.392	3.538.480
Udlodning fra sidste år	-35.422	-34.685
Emissioner i perioden	377.034	324.441
Indløsninger i perioden	-147.738	-416.981
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	487	715
Periodens resultat	-3.717	33.233
Medlemmernes formue ultimo	3.830.037	3.445.202

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,3	101,6
I alt finansielle instrumenter	96,3	101,6
Øvrige aktiver og passiver	3,7	-1,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.830.037	3.445.202
Antal andele	37.508.387	33.078.011
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	102,11	104,15
Afkast i DKK [pct]*]	-0,09	1,03
Acontoudlodning	1,00	0,90
Administrationsomk. [pct]*]	0,08	0,08
ÅOP	0,18	0,18

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

Danske Obligationer Allokering

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, 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 2015 et negativt afkast på 1,02 pct., mens benchmark faldt 0,70 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtig afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,32 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct.

I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer.

Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	24,2%
1-3 år	24,4%
3-5 år	22,7%
5-10 år	22,5%
Øvrige inkl. likvide	6,2%

Danske Obligationer Allokering

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på danske realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af porteføljen i specielt konverterbare realkreditobligationer, da renteforskellen mellem statsobligationer og konverterbare realkreditobligationer er historisk høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Danske Obligationer Allokering

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	42.791	27.085
Kursgevinster og tab	-85.456	28.303
Administrationsomkostninger	-7.205	-6.411
Halvårets nettoresultat	-49.871	48.978

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	50.767	29.624
Obligationer	4.490.703	3.552.781
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.430	0
Andre aktiver	35.916	26.134
Aktiver i alt	4.580.816	3.608.540

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	4.561.283	3.547.731
Mellemværende vedr. handelsafvikling	18.806	59.839
Anden gæld	727	970
Passiver i alt	4.580.816	3.608.540

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.547.731	1.994.712
Udlodning fra sidste år	-46.879	-27.522
Emissioner i perioden	1.913.471	746.240
Indløsninger i perioden	-804.293	-183.323
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.124	972
Periodens resultat	-49.871	48.978
Medlemmernes formue ultimo	4.561.283	2.580.058

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	100,1
I alt finansielle instrumenter	98,5	100,1
Øvrige aktiver og passiver	1,5	-0,1
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.561.283	2.580.058
Antal andele	45.214.781	25.182.294
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	100,88	102,46
Afkast i DKK [pct]*]	-1,02	2,20
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	-0,70	2,47
Administrationsomk. [pct]*]	0,19	0,27
ÅOP	0,23	0,58

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

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

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

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h

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

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

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

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	14.857	9.922
Kursgevinster og tab	-28.709	11.786
Administrationsomkostninger	-2.564	-2.383
Halvårets nettoresultat	-16.416	19.324

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	48.953	7.945
Obligationer	1.561.226	1.241.144
Andre aktiver	11.480	9.457
Aktiver i alt	1.621.659	1.258.546
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.608.408	1.246.228
Mellemværende vedr. handelsafvikling	12.996	12.003
Anden gæld	254	315
Passiver i alt	1.621.659	1.258.546

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.246.228	556.127
Emissioner i perioden	427.229	544.088
Indløsninger i perioden	-49.094	-129.194
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	462	695
Periodens resultat	-16.416	19.324
Medlemmernes formue ultimo	1.608.408	991.040

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1	99,6
I alt finansielle instrumenter	97,1	99,6
Øvrige aktiver og passiver	2,9	0,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.608.408	991.040

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

Danske Obl. Allokering – Akk., klasse DKK W h

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,98 pct., mens benchmark faldt 0,70 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtig afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,28 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Andelsklassens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct.

I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året, og de blev senere hen ramt af en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde andelsklassen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

ANDELSKLASSENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	23,5%
1-3 år	21,3%
3-5 år	27,4%
5-10 år	19,8%
Øvrige inkl. likvide	8,0%

Danske Obl. Allokering – Akk., klasse DKK W h

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank (Fed) nærmer sig enden på en lang periode med ekstreme lave renter. Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke andelsklassens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 andelsklassens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Danske Obl. Allokering – Akk., klasse DKK W h

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	-13.852	21.657
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-2.564	-2.333
Klassens resultat	-16.416	19.324

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.246.228	556.127
Emissioner i perioden	427.229	544.088
Indløsninger i perioden	-49.094	-129.194
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	462	695
Periodens resultat	-16.416	19.324
Medlemmernes formue ultimo	1.608.408	991.040

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.608.408	991.040
Antal andele	15.599.566	9.606.147
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,11	103,17
Afkast i DKK (pct)*]	-0,98	2,44
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-0,70	2,47
Administrationsomk. (pct)*]	0,19	0,28
ÅOP	0,23	0,58

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

Emerging Markets

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 9,78 pct. i danske kroner, mens benchmark steg 12,01 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteufo og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Som region oplevede Asien den mest positive udvikling blandt de nye markeder, overvejende på grund af stigninger på det kinesiske aktiemarked. Sidstnævnte skyldtes de stimulitiltag, som landets regering har indført for at styrke økonomien, og den fortsatte liberalisering af de finansielle markeder, hvor tilsynsmyndighederne gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet har åbnet for øget adgang for kinesiske fonde til at investere i aktier noteret i Hongkong. Inden for EMEA-regionen kom russiske aktier stærkt igen efter forrige års kraftige nedgang som følge af mindskede spændinger i Ukraine, faldende renter og stigende oliepriser. Dette står i skarp kontrast til den voldsomme tilbagegang på det græske aktiemarked som følge af den tilspidsede gælds-krise, der har ført til restriktioner på kapitalbevægelser, og til at Grækenland har misligholdt sin gæld til Den Internationale Valutafond (IMF), der forfaldt den 30. juni. De latinamerikanske aktiemarkeder blev tynget af et fald i de brasilianske aktier, da landets valuta er blevet svækket på grund af usikkerhed om brasiliansk økonomi og en voksende korruptionsskandale.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 2,23 procentpoint lavere end stigningen i de nye markeder. Afdelingens afkast var lavere end benchmark primært som følge af den store undervægt i Kina samt overvægten af såvel Tyrkiet og Brasilien.

Investorerne havde primært rettet interessen mod de kraftige kursstigninger og efterfølgende markante fald på Kinas aktier. MSCI China Index steg kraftigt i årets første fire må-

AFDELINGENS PROFIL

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

LANDEFORDELING

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,51
Standardafvigelse	13,07
Tracking error	4,99
Information Ratio	0,31
Sharpe Ratio (benchm.)	0,38
Standardafvigelse (benchm.)	13,35
Active share	87,92

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Emerging Markets

neder som følge af lempelser, som giver flere adgang til at handle aktier samt pengepolitiske lempelser. Markederne styrtdykkede dog i maj og juni, da omfanget af gevinster udløste gevinsthjemtagning som følge af fortsat svage makroøkonomiske nøgletal. Ved udgangen af juni var der dog tilstrækkelig meget af fremgangen tilbage til, at Kina fortsat var det land i Asien, der havde klaret sig bedst i første halvår. Da afdelingen var undervægtet i Kina, trak udviklingen ned i det relative resultat. På aktieniveau bidrog vores manglende eksponering mod Tencent negativt til afdelingens resultat, da gode resultater og planer om indtjening på WeChat-plattformen fik aktien til at stige. Disse tab blev dog til dels opvejet af Yum Brands, som steg på nyheden om, at hedgefonden Third Point havde investeret i selskabet – angiveligt på grund af fremgang og skjulte værdier i selskabets kinesiske aktiviteter.

Brasilien tabte også terræn som følge af bekymringer om den tiltagende økonomiske opbremsning. Selvom den økonomiske vækst i første kvartal faldt mindre end forventet, er inflationen fortsat høj, og stigende ledighed førte til faldende indenlandsk efterspørgsel.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De kommende pengepolitiske ændringer i USA udgør en væsentlig risikofaktor. Blandede økonomiske nøgletal i USA har skabt usikkerhed om tidspunktet for den første renteforhøjelse, men bekymringen går på, at når den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten, så kan det skabe fornyet kapitaludstrømning fra udviklingslandene, særligt lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Brasilien og Tyrkiet, hvor afdelingen er overvægtet. Den gode nyhed er, at markederne i nogen udstrækning har indpriset højere renter, så usikkerheden bliver ikke så stor som dengang, da Fed annoncerede planerne om at udfase sine obligationsopkøb i 2013. Kvantitative lempelser fra andre store centralbanker som f.eks. i Europa og Japan bør også afbøde lidt at modvinden fra Fed's renteforhøjelser.

Der er også risiko forbundet med udviklingen i Kina. Yderligere uro på Kinas aktiemarked er en usikkerhedsfaktor, da denne uro kan destabilisere fastlandets økonomi på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet allerede er faldende. En kraftig økonomisk opbremsning kan få negativ afsmitning ud over landets grænser som følge af størrelsen af Kinas økonomi. I den vestlige verden er det Brasilien, der som råvareproducent og fastlands-Kinas største handelspartner er mest sårbar, og det gælder også eksportorienterede lande som Korea og Taiwan. Den kinesiske regering har dog det økonomiske råderum til at holde hånden under landets økonomi og bør være i stand til at forhindre en omfattende økonomisk nedtur. Økonomisk fremgang i USA ville også i nogen grad opveje den svage aktivitet i Kina.

Vi har overvægtet Brasilien og undervægtet Korea og Taiwan. Vi har også en mindre eksponering mod Kina, da landet har problemer med at overholde principperne om god selskabsledelse, og de selskaber, vi har investeret i, har en solid brancheposition og taget skridt til at implementere internationale ledelsesprincipper.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder. Selvom de makroøkonomiske begivenheder kan skabe en vis risiko, så ændrer de ikke på det langsigtede potentiale på de nye markeder. De nye markeder står også til at nyde godt af den øgede forskel i værdiansættelserne. Aktierne på de nye markeder handles generelt fortsat med en rabat i forhold til historiske niveauer, og de er fortsat attraktive i forhold til aktier fra den vestlige verden.

Trods markedsuroen ser vi fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de nye markeder. Mange af vores selskaber er markedsførende og har klaret sig igennem krisetider, og det bør ikke være anderledes denne gang. Vi stoler på vores filosofi om at udvælge investeringer på aktieniveau, hvor vi vælger grundlæggende sunde og veldrevne selskaber.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. konsumentvarer og finans. 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 stadig kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Emerging Markets

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	103.727	108.222
Kursgevinster og tab	629.505	492.911
Administrationsomkostninger	-51.379	-53.984
Resultat før skat	681.853	547.150
Rente- og udbytteskat	-8.599	-11.831
Halvårets nettoresultat	673.254	535.319

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	92.096	117.108
Kapitalandele	6.028.291	6.569.089
Andre aktiver	26.695	9.813
Aktiver i alt	6.147.082	6.696.010

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	6.135.873	6.681.619
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.469	9.667
Anden gæld	7.740	4.724
Passiver i alt	6.147.082	6.696.010

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	6.681.619	6.375.420
Udlodning fra sidste år	-296.171	-337.470
Emissioner i perioden	683.344	1.523.830
Indløsninger i perioden	-1.615.613	-479.897
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9.440	7.878
Periodens resultat	673.254	535.319
Medlemmernes formue ultimo	6.135.873	7.625.081

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	98,3
I alt finansielle instrumenter	98,2	98,3
Øvrige aktiver og passiver	1,8	1,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.135.873	7.625.081
Antal andele	174.777	233.699
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	35.106,87	32.627,79
Afkast i DKK [pct]*]	9,78	7,52
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,01	6,75
Administrationsomk. [pct]*]	0,78	0,78
ÅOP	1,84	1,86

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

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår af 2015 et negativt afkast på 1,58 pct., mens benchmark faldt med 1,85 pct. Afdelingens

afkast var tilfredsstillende, men har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

I de første to måneder kørte kreditspændene ind med 0,14 procentpoint, blot for at køre ud med 0,48 procentpoint i de efterfølgende fire måneder. Dette var primært afledt af Den Europæiske Centralbanks (ECB) forventede, og senere udmeldte, opkøbsprogram. Indsnævringen af kreditspænd var afledt af en positiv markedsstemning som følge af ECB's opkøbsprogram. Udvidelsen var afledt af, at Grækenland ikke kunne blive enige med EU om en hjælpepakke og samtidig stod overfor store betalinger på deres lån, som de ikke var i stand til at dække. Det fik den generelle risikoaversion i markedet til at falde.

Kreditmarkedet var i andet kvartal også præget af de markante bevægelser i rentemarkedet og ikke mindst drevet af intense forhandlinger mellem den græske regering og eurolandene om en ny gælds aftale for den store græske statsgæld. De økonomiske nøgletal for Europa pegede på en fortsat stigning i væksten og i inflationen, og det gav anledning til en voldsom stigning i de underliggende statsrenter, ikke mindst de spanske og de italienske statsrenter.

De sidste dage inden kvartalets afslutning afbrød den græske premierminister meget overraskende forhandlingerne med de europæiske kreditorer med henblik på at sende kreditorernes forslag til folkeafstemning. Markedet reagerede med stigende risikoaversion og sendte kreditspændene ud og renterne ned dog under en meget lav handelsaktivitet. Den største reaktion kunne noteres i kreditspændene på de sydeuropæiske stats- og virksomhedsobligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,27 procentpoint højere end faldet i benchmark. Den største bidragsyder til afkastet kom fra papirvalget, ligesom sektorallokeringen også bidrog positivt. På den negative side trak bidraget fra risikoovervægten ned på det relative afkast. Indenfor papirvalget kom de største

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	5,9%
1-3 år	21,3%
3-5 år	21,9%
5-10 år	46,5%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	4,40
Tracking error	0,65
Information Ratio	0,62
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	4,10

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted

enkeltbidrag fra belgiske Ageas, som er et forsikringselskab, samt fra franske EDF, som er et forsyningselskab. De største bidragsydere til merafkastet på sektorniveau var forsikring, banker samt forsyningselskaber.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi forventer, at vi står overfor en periode med meget stor usikkerhed og potentielt store udsving i markedet, da likviditeten er forringet, da mange investorer holder sig afventende på sidelinjen. På kort sigt er der risiko for, at kreditspændene bliver udvidet yderligere, indtil der er mere klarhed om Grækenlands fremtid, og samtidig er risikoen for en græsk exit fra euroen steget. Såfremt det ender med en græsk exit fra euroen, er der risiko for, at det spreder sig til de andre syd-europæiske lande, selvom ECB har vist vilje til at understøtte markederne i disse lande. Endelig kan der opstå fornyet uro som følge af, at der er valg i flere europæiske lande. En fortsat stigning i renterne vil også smitte af på kreditmarkedet og give meget lave eller negative afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer, at der er basis for et positivt, om end beskedent afkast på det europæiske marked for investment grade virksomhedsobligationer i den resterende del af 2015. Dette beror på vores forventning om uændret kreditspænd og en svag stigning i de underliggende statsrenter.

På den makroøkonomiske side havde den globale økonomi et stærkt kvartal med høj europæisk vækst og en klar forbedring i USA. I Europa blev de europæiske virksomheders indtjening hjulpet af den lave euro og oliepris, og det gav grobund for en højere europæisk vækst og en forbedret konkurrenceevne på eksportmarkederne.

Virksomhedernes kreditkvalitet er styrket som følge af de positive vækstudsigter, og vi har endnu ikke set en tydelig tendens til, at virksomhederne øgede deres gældsandel eller foretog aktietilbagekøb eller andre aktionærvenlige tiltag i større stil på bekostning af stigende gældsandel.

Den markante stigning i de underliggende statsrenter og stigende risikoaversion gav anledning til et kraftigt fald i udstedelsesaktiviteten på nye obligationslån. På efterspørgselsiden faldt investorernes appetit efter nye investeringer som følge af markedsusikkerheden og illikviditeten og som følge af de stigende renter, som gav anledning til negative afkast.

Vi vurderer, at de højere underliggende lange statsrenter nu er mere i tråd med de europæiske vækstudsigter og forventer ikke, at de igen skal ned på de meget lave niveauer, vi så i april. Når uroen igen har lagt sig, forventer vi, at de højere renter vil give anledning til, at investorerne i stigende grad finder investment grade-kreditmarkedet attraktivt og igen vil øge efterspørgslen efter virksomhedsobligationer. Men vi forventer også, at der vil være pres på nyudstedelserne, når markedet igen er parat, og det vil lægge en bund under potentialet for indsnævring af kreditspændene. Vi vurderer samlet set, at kreditspændene vil forblive omkring det nuværende niveau, men at udsvingene vil blive større i den kommende periode.

Vi nedbragte afdelingens risiko yderligere i løbet af første halvår, men porteføljen har fortsat en højere risiko end benchmarket i kraft af en relativt højere andel af højtforrentede efterstillede obligationer inden for både finansielle og ikke-finansielle virksomheder. Vi er komfortable med afdelingens højere risiko i forhold til benchmarket, der er nøje udvalgt ud fra en dybdegående analyse af de enkelte obligationer.

Vi forventer, at afdelingens højere risiko, valget af de enkelte virksomhedsobligationer og en generel forsigtighed for at undgå "falling-angels" vil drive afdelingens potentiale for merafkast i den resterende del af 2015.

Selvom afdelingen ligger med en risikoovervægt, og der er visse usikkerhedsmomenter, er vi komfortable med de enkeltobligationer, der er investeret i, hvorfor vi på den korte bane næppe ændrer markant i afdelingens sammensætning.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	7.355	19.210
Kursgevinster og tab	-7.770	38.227
Administrationsomkostninger	-1.776	-3.922
Halvårets nettoresultat	-2.191	53.514

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	12.600	26.320
Obligationer	353.404	599.617
Afledte finansielle instrumenter	41	254
Andre aktiver	4.620	10.273
Aktiver i alt	370.666	636.464

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	370.105	635.420
Afledte finansielle instrumenter	335	803
Anden gæld	226	241
Passiver i alt	370.666	636.464

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	635.420	1.429.034
Udlodning fra sidste år	-50.174	-59.188
Emissioner i perioden	34.746	61.244
Indløsninger i perioden	-247.818	-839.775
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	122	1.931
Periodens resultat	-2.191	53.514
Medlemmernes formue ultimo	370.105	646.762

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,5	94,4
Øvrige finansielle instrumenter	-0,1	-0,1
I alt finansielle instrumenter	95,4	94,3
Øvrige aktiver og passiver	4,6	5,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	370.105	646.762
Antal andele	44.311	69.343
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	8.352,43	9.326,99
Afkast i DKK [pct]*]	-1,58	5,20
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	-1,85	4,70
Administrationsomk. [pct]*]	0,37	0,37
ÅOP	0,92	0,95

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

Europe Focus

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

Risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 15,80 pct., mens benchmark steg 12,96 pct. . Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske

nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne.

Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,84 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Generelt har bidragene til merafkastet i forhold til benchmark været bredt forankret i porteføljen, ligesom de negative bidrag har været begrænsede. Største positive bidrag kom fra Pirelli, der steg 37,7 pct. bl.a. som følge af et opkøbstilbud på selskabet. Herudover har de største bidrag været Novo Nordisk og franske BIC, der steg hhv. 41,6 pct. og 32,2 pct. Omvendt har Hugo Boss og Iliad bidraget negativt til performance, idet begge aktier har været stort set flade i første halvår. I Hugo Boss går udviklingen med at konvertere til egne butikker langsommere end ventet, ligesom omkostningerne hertil er højere, hvilket har påvirket resultatet negativt.

AFDELINGENS PROFIL

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

BRANCHEFORDELING

Industri	19,2%
Forbrugsgoder	17,8%
Sundhedspleje	17,4%
Finans	13,6%
Konsumtvarer	10,7%
Øvrige inkl. likvide	21,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,84
Standardafvigelse	13,38
Tracking error	5,85
Information Ratio	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	11,74
Active share	92,33

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Europe Focus

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 1. halvår er selskaber med en robust forretningsmodel, der typisk opererer inden for niches, der giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet i sydeuropæiske finansaktier samt i forsynings- og olieselskaber, idet selskaberne ikke opfylder vores investeringskriterier. Til trods for fravalg af disse sektorer og områder er det dog vores vurdering, at fejlagtige tilvalg udgør en større risiko end de bevidste fravalg.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015 understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår er aktier inden for special pharma, industriel service og forbrugsgoder, herunder specielt relateret til autobranschen i form af Pirelli og Continental. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af kvalitetselskaber med globalt fokus, rimelig prisfastsættelse og stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europe Focus

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	2.719	17.136
Kursgevinster og tab	47.768	-1.084
Administrationsomkostninger	-1.471	-7.259
Resultat før skat	49.015	8.793
Rente- og udbytteskat	231	-1.551
Halvårets nettoresultat	49.246	7.242

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	1.972	10.411
Kapitalandele	38.059	228.818
Mellemværende vedr. handelsafvikling	575	0
Andre aktiver	27	4.126
Aktiver i alt	40.633	243.355

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	40.462	243.173
Mellemværende vedr. handelsafvikling	57	0
Anden gæld	114	182
Passiver i alt	40.633	243.355

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	243.173	896.584
Emissioner i perioden	1.355	53.361
Indløsninger i perioden	-253.483	-56.786
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	171	329
Periodens resultat	49.246	7.242
Medlemmernes formue ultimo	40.462	900.730

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,1	94,1
I alt finansielle instrumenter	94,1	94,1
Øvrige aktiver og passiver	5,9	5,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	40.462	900.730
Antal andele	2.613	65.314
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	15.484,78	13.790,76
Afkast i DKK [pct]*]	15,80	0,79
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	12,96	6,08
Administrationsomk. [pct]*]	0,81	0,79
ÅOP	1,81	1,91

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

Europe Low Volatility – Accumulating KL

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« 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 markedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 12,37 pct. målt i EUR. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er tilfredsstillende i forhold konkurrenter og markedsudviklingen for det europæiske aktiemarked, som steg 12,75 pct. Afdelingen har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 12,96 pct. i første halvår 2015. Kursudviklingen var særdeles stærk i de første måneder af året drevet af Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst ved en særdeles lempelig pengepolitik. Renterne faldt dramatisk, og den 10-årige tyske statsobligation kunne notere historisk lave niveauer på 0,05 pct. for derefter overraskende at stige til 0,76 pct. Den amerikanske vækst skuffede i første halvår og var blandt andet påvirket af ekstraordinære vejrforhold, men også af en marginalt svagere udvikling på eksportmarkederne.

Indtjeningsudviklingen for de europæiske markeder var positiv med en moderat indtjeningsvækst, hvor effekten af de økonomiske vækststimuli og en forbedret konkurrenceevne for de europæiske eksportvirksomheder endnu ikke er slået igennem. Aktiemarkederne blev i slutningen af perioden negativt påvirket af usikkerheden omkring Europa og Grækenlands forhandlinger om gældspakken samt folkeafstemning herom d. 5. juli 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen gav et afkast på 12,37 pct., hvilket var 0,38 procentpoint lavere end stigningen i det europæiske aktiemarked. Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast.

ANDELSKLASSENS PROFIL

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

BRANCHEFORDELING

Sundhedspleje	19,3%
Konsumentvarer	18,5%
Finans	17,4%
Telekommunikationsserv	9,6%
Forsyning	8,6%
Øvrige inkl. likvide	26,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,18
Standardafvigelse	8,79

Europe Low Volatility – Accumulating KL

Afdelingen har været investeret i defensive aktier som følge af investeringsstrategien. Det er primært aktieudvælgelsen indenfor sektorerne IT og materialer, som har bidraget positivt til resultatet. Undervægten til forsyningssektoren har bidraget negativt til performance.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

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

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer moderat positive aktiemarkeder i resten af 2015, der understøttes af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forøgelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne.

Afdelingen er undervægtet i aktier med store kursudsving og forventer fortsat at være det i resten af 2015.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et mindre afkast end markedet. Derved er der overensstemmelse mellem afdelingens risici ved markedsudviklingen, vores generelle forventninger til markedet og vores forventninger til afdelingens afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellempøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Europe Low Volatility – Accumulating KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	4.124	4.448
Kursgevinster og tab	13.445	6.185
Administrationsomkostninger	-1.018	-834
Resultat før skat	16.551	9.799
Rente- og udbytteskat	-229	-79
Halvårets nettoresultat	16.322	9.720

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	1.379	1.166
Kapitalandele	185.468	140.357
Andre aktiver	1.280	746
Aktiver i alt	188.126	142.269
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	187.931	142.184
Anden gæld	195	85
Passiver i alt	188.126	142.269

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	142.184	128.372
Emissioner i perioden	29.457	0
Indløsninger i perioden	-120	-633
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	89	1
Periodens resultat	16.322	9.720
Medlemmernes formue ultimo	187.931	137.460

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	98,7
I alt finansielle instrumenter	98,7	98,7
Øvrige aktiver og passiver	1,3	1,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	187.931	137.460
Antal andele	147.280	125.439
Stykstørrelse i EUR	100	100
Indre værdi (EUR pr. andel)	171,05	146,99
Afkast i EUR (pct)*]	12,37	7,64
Administrationsomk. (pct)*]	0,62	0,63
ÅOP	1,39	1,38

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

Flexinvest Aktier

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 13,75 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for det sammenlignelige aktiemarked som steg med 12,83 pct. Afdelingen har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 0,92 procentpoint højere end ændringen i markedet.

Europa og Japan var i begyndelsen af året overvægtet, hvilket har bidraget positivt til performance. Efter gode afkast og med udsigt til deceleration i økonomien er vægten i Europa reduceret mod slutningen af halvåret. Omvendt var afdelingen undervægtet i amerikanske aktier ved årets begyndelse, men mod slutningen af halvåret valgte vi at øge andelen i amerikanske aktier, så afdelingen nu er neutralt vægtet. Dette har også bidraget positivt til performance. Aktieudvælgelsen indenfor Europa og i særdeleshed Danmark var meget positiv, mens aktieudvælgelsen har været neutral til svagt positiv i de øvrige regioner.

Indenfor Europa har investeringerne frem til juni været drejet mod cykliske selskaber, som har nydt godt af den forbedrede økonomi. I USA er der siden marts investeret yderligere i banker, som forventes at nyde godt af stigende renter, som vi forventer vil indtræffe i løbet af andet halvår. Begge positioner har bidraget positivt til afdelingens performance.

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060051605
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

Danmark	39,7%
USA	25,4%
Japan	9,8%
Storbritannien	3,8%
Canada	2,9%
Øvrige inkl. likvide	18,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,21
Standardafvigelse	10,41
Active share	51,71

Flexinvest Aktier

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

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

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

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

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Flexinvest Aktier

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	363.860	254.939
Kursgevinster og tab	1.615.317	475.846
Administrationsomkostninger	-128.315	-75.119
Resultat før skat	1.850.861	655.667
Rente- og udbytteskat	-13.043	-7.972
Halvårets nettoresultat	1.837.818	647.694

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	259.720	248.139
Kapitalandele	14.829.059	13.058.745
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.834
Andre aktiver	36.409	24.089
Aktiver i alt	15.125.188	13.333.807

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	15.105.918	13.320.631
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.930	3.225
Anden gæld	17.341	9.952
Passiver i alt	15.125.188	13.333.807

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	13.320.631	9.185.315
Emissioner i perioden	1.678.478	2.490.472
Indløsninger i perioden	-1.740.081	-163.101
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9.072	7.856
Periodens resultat	1.837.818	647.694
Medlemmernes formue ultimo	15.105.918	12.168.236

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	98,0
I alt finansielle instrumenter	98,2	98,0
Øvrige aktiver og passiver	1,8	2,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	15.105.918	12.168.236
Antal andele	97.403.094	95.092.388
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	155,09	127,96
Afkast i DKK [pct]*]	13,75	6,30
Administrationsomk. [pct]*]	0,86	0,86
ÅOP	1,88	1,87

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

Flexinvest Danske Obligationer

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« 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 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,34 pct., mens markedsudviklingen på danske statsobligationer faldt 0,28 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske

vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,06 procentpoint lavere end ændringen i markedsudviklingen på statsobligationer. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct.

I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året, og de blev senere hen ramt af en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter.

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	4,5%
1-3 år	5,9%
3-5 år	24,2%
5-10 år	60,8%
Over 10 år	0,4%
Øvrige inkl. likvide	4,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,89
Standardafvigelse	2,98

Flexinvest Danske Obligationer

Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end danske statsobligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Flexinvest Danske Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	56.606	48.842
Kursgevinster og tab	-114.342	105.969
Administrationsomkostninger	-17.120	-14.400
Halvårets nettoresultat	-74.856	140.411

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	29.698	2.098
Obligationer	5.551.311	4.955.213
Mellemværende vedr. handelsafvikling	293	0
Andre aktiver	47.487	49.586
Aktiver i alt	5.628.790	5.006.897

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	5.603.301	4.952.930
Mellemværende vedr. handelsafvikling	22.975	52.091
Anden gæld	2.515	1.876
Passiver i alt	5.628.790	5.006.897

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	4.952.930	3.571.038
Udlodning fra sidste år	-116.435	-88.063
Emissioner i perioden	1.336.141	321.234
Indløsninger i perioden	-495.694	-108.748
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.215	441
Periodens resultat	-74.856	140.411
Medlemmernes formue ultimo	5.603.301	3.836.313

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	100,0
I alt finansielle instrumenter	99,1	100,0
Øvrige aktiver og passiver	0,9	0,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.603.301	3.836.313
Antal andele	55.873.471	37.734.207
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	100,29	101,67
Afkast i DKK [pct]*]	-1,34	3,89
Administrationsomk. [pct]*]	0,34	0,39
ÅOP	0,58	0,81

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

Flexinvest Fonde

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 2,20 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, som faldt 0,70 pct. i samme periode.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse

renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,50 procentpoint lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering var de variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde afdelingen en høj andel af realkreditobligationer. Dette bidrog til, at afdelingen ikke kunne følge udviklingen i mellemlange danske obligationer.

Afdelingen havde i starten af året en renterisiko, som var lavere end mellemlange danske obligationer. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal, blev varigheden øget til at være højere end mellemlange danske obligationer, da de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stigende rente og dermed lavere konverteringssandsynlighed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et eks-

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	13,1%
1-3 år	10,1%
3-5 år	13,7%
5-10 år	31,9%
Over 10 år	14,4%
Øvrige inkl. likvide	16,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,75
Standardafvigelse	1,74

Flexinvest Fonde

tremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter.

Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end mellemlange danske obligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Flexinvest Fonde

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	8.593	6.737
Kursgevinster og tab	-23.202	8.669
Administrationsomkostninger	-2.809	-1.919
Halvårets nettoresultat	-17.417	13.487

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	73.238	4.896
Obligationer	866.911	678.472
Mellemværende vedr. handelsafvikling	391	0
Andre aktiver	5.398	5.048
Aktiver i alt	945.937	688.416

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	845.420	637.793
Mellemværende vedr. handelsafvikling	100.000	50.375
Anden gæld	518	248
Passiver i alt	945.937	688.416

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	637.793	427.377
Udlodning fra sidste år	-7.247	-6.927
Emissioner i perioden	239.936	123.671
Indløsninger i perioden	-7.883	-5.786
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	237	117
Periodens resultat	-17.417	13.487
Medlemmernes formue ultimo	845.420	551.939

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	102,5	106,4
I alt finansielle instrumenter	102,5	106,4
Øvrige aktiver og passiver	-2,5	-6,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	845.420	551.939
Antal andele	8.511.040	5.327.568
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	99,33	103,60
Afkast i DKK [pct]*]	-2,20	2,88
Acontoudlodning	0,95	1,10
Administrationsomk. [pct]*]	0,40	0,39
ÅOP	0,82	0,82

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

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav siden start den 26. maj 2015 et negativt afkast på 0,24 pct., mens markedsudviklingen på korte danske statsobligationer faldt med 0,10 pct.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange

sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,14 procentpoint lavere end ændringen i markedsudviklingen på korte danske statsobligationer. Rentestigningen i juni måned medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,25 pct.

I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Siden afdelingens start i slutningen af maj havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter.

Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindekator (1-7): 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060637569
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	32,5%
1-3 år	29,7%
3-5 år	32,8%
5-10 år	2,3%
Øvrige inkl. likvide	2,7%

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer

pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end korte danske statsobligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	26.5.-30.06.15
Renter og udbytter	823
Kursgevinster og tab	-1.831
Administrationsomkostninger	-118
Halvårets nettoresultat	-1.126

BALANCE	30.06.15
AKTIVER	
Likvide midler	12.456
Obligationer	457.480
Mellemværende vedr. handelsafvikling	266
Andre aktiver	3.612
Aktiver i alt	473.813

PASSIVER	
Medlemmernes formue 1]	473.696
Mellemværende vedr. handelsafvikling	15
Anden gæld	103
Passiver i alt	473.813

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	26.5.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	476.281
Indløsninger i perioden	-1.475
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	16
Periodens resultat	-1.126
Medlemmernes formue ultimo	473.696

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6
I alt finansielle instrumenter	96,6
Øvrige aktiver og passiver	3,4
I alt	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	473.696
Antal andele	4.748.568
Stykstørrelse i DKK	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	99,76
Afkast i DKK [pct]*]	-0,24
Administrationsomk. [pct]*]	0,10
ÅOP	0,23

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

Flexinvest Korte Obligationer

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 0,55 pct., mens markedsudviklingen på korte danske statsobligationer steg 0,41 pct. Afdelingens afkast var mindre

tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtig afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,96 procentpoint lavere end ændringen i markedsudviklingen på statsobligationer. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investering blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct.

I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konvertible realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	29,5%
1-3 år	27,8%
3-5 år	26,2%
5-10 år	8,6%
Øvrige inkl. likvide	7,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,01
Standardafvigelse	0,99

Flexinvest Korte Obligationer

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter.

Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end korte danske statsobligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Flexinvest Korte Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	181.992	188.210
Kursgevinster og tab	-243.626	14.811
Administrationsomkostninger	-36.870	-54.376
Halvårets nettoresultat	-98.504	148.644

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	261.241	140.784
Obligationer	17.253.231	18.746.396
Mellemværende vedr. handelsafvikling	195.998	0
Andre aktiver	122.915	146.548
Aktiver i alt	17.833.385	19.033.729

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	17.830.463	18.689.275
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	339.108
Anden gæld	2.923	5.346
Passiver i alt	17.833.385	19.033.729

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	18.689.275	18.353.213
Udlodning fra sidste år	-116.938	-252.147
Emissioner i perioden	2.683.412	1.836.729
Indløsninger i perioden	-3.329.236	-2.335.780
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.453	4.175
Periodens resultat	-98.504	148.644
Medlemmernes formue ultimo	17.830.463	17.754.834

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,8	100,3
I alt finansielle instrumenter	96,8	100,3
Øvrige aktiver og passiver	3,2	-0,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	17.830.463	17.754.834
Antal andele	176.284.198	173.327.693
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	101,15	102,44
Afkast i DKK [pct]*]	-0,55	0,85
Administrationsomk. [pct]*]	0,21	0,30
ÅOP	0,64	0,64

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

Flexinvest Lange Obligationer

Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end lange danske obligationer - blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Flexinvest Lange Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	2.466	2.182
Kursgevinster og tab	-7.086	6.548
Administrationsomkostninger	-857	-680
Halvårets nettoresultat	-5.476	8.050

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	2.718	244
Obligationer	215.095	204.614
Mellemværende vedr. handelsafvikling	183	75
Andre aktiver	1.754	1.591
Aktiver i alt	219.750	206.524

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	219.608	206.429
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	15
Anden gæld	142	80
Passiver i alt	219.750	206.524

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	206.429	152.017
Udlodning fra sidste år	-5.176	-1.518
Emissioner i perioden	27.293	35.452
Indløsninger i perioden	-3.493	-1.714
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	31	39
Periodens resultat	-5.476	8.050
Medlemmernes formue ultimo	219.608	192.326

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	99,1
I alt finansielle instrumenter	97,9	99,1
Øvrige aktiver og passiver	2,1	0,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	219.608	192.326
Antal andele	2.063.046	1.780.164
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	106,45	108,04
Afkast i DKK [pct]*]	-2,35	4,83
Acontoudlodning	1,10	1,10
Administrationsomk. [pct]*]	0,40	0,39
ÅOP	0,82	0,82

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

Flexinvest Udenlandske Obligationer

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

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

Risikoprofil

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkredit-obligationer 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 emerging markets, 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 afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 1,19 pct. Afdelingen har intet benchmark. Afkastet var således tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige

obligationsmarkeder. Afdelingen har indfriet vores forventninger om positive afkast, bl.a. grundet uændret merrente på obligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer samt positive afkast fra europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering.

Markedet

Obligationsmarkedet var i perioden præget af store udsving. Som resultat af frygt for japanske tilstande med meget lav vækst og deflation, kombineret med obligationsopkøb af Den Europæiske Centralbank faldt obligationsrenter i årets første måneder til et rekordlavt niveau. Da nøgletal for inflation og økonomisk vækst ikke pegede på deflation og nulvækst, steg obligationsrenterne igen. Dette fik stor betydning for såvel virksomhedsobligationer som statsobligationer udstedt i udviklingslandene. Sidst i perioden førte usikkerheden omkring situationen i Grækenland til yderligere kursfald. De første måneder af året gav derfor pæne afkast, hvorefter rentestigninger førte til kursfald, og dermed lavere afkast for hele perioden.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen var sammensat af flere strategier. Afdelingen bestod dels af obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditvurdering, dels af obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med forholdsvis lav kreditvurdering. Afdelingen bestod også af obligationer udstedt af udviklingslande. Disse obligationer var dels udstedt i US dollar, dels i det enkelte udviklingslands valuta. Endelig bestod afdelingen af obligationer, hvis afkast er positivt påvirket af stigende inflation (indeksobligationer). Afdelingen havde i perioden ikke valutarisici, på nær den del som var investeret i obligationer udstedt i udviklingslandenes lokalvaluta.

Obligationer udstedt af udviklingslande i US dollar, og især obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med forholdsvis lav kreditvurdering, bidrog positivt til afdelingens afkast, da disse obligationer gav det højeste afkast i perioden. Obligationer med de højeste kreditvurderinger, herunder indeksobligationer og obligationer udstedt

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	4,9%
1-3 år	11,9%
3-5 år	37,0%
5-10 år	35,7%
Over 10 år	4,6%
Øvrige inkl. likvide	5,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,92
Standardafvigelse	5,45

Flexinvest Udenlandske Obligationer

af virksomheder, bidrog negativt til afdelingens afkast. Det skyldtes, at rentestigningerne sidst i perioden havde størst betydning for denne del af obligationsmarkedet. Afdelingen havde i perioden en forholdsvis lille vægt i denne type obligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

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

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank (Fed) vil derfor føre en pengepolitik, hvor den ledende rente forhøjes, men holdes på forholdsvis lavt niveau. Vi forventer, at den første stramning sker i løbet af efteråret, og at renteforhøjelserne herefter sker i et mo-

derat tempo. Det skyldes, at centralbanken hellere vil vente med renteforhøjelserne og være sikker på, at væksten er selv bærende, frem for at starte for tidligt og risikere en ny vækstnedgang. Renten på obligationer knyttet til udviklingen på det amerikanske obligationsmarked, herunder obligationer udstedt af udviklingslande, vil dermed kun stige gradvist og i begrænset omfang.

I Europa har Den Europæiske Centralbank, (ECB), haft succes med at stimulere den økonomiske vækst via opkøb af statsobligationer. Trods den seneste tids rentestigninger er renteniveauet dog fortsat lavt, og vi forventer, at renteniveauet fortsat vil være lavt i Europa. Et lavt og lidt stigende renteniveau i de udviklede lande bevirker, at obligationer udstedt af udviklingslande er attraktive. Renteniveauet i disse lande er nemlig noget højere. Vi forventer derfor, at disse obligationer vil give et højere afkast end statsobligationer i de udviklede lande. Afdelingen vil derfor have en høj andel af obligationer udstedt af udviklingslande.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Flexinvest Udenlandske Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	298.308	227.246
Kursgevinster og tab	-139.626	338.166
Administrationsomkostninger	-75.937	-52.888
Halvårets nettoresultat	82.746	512.524

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	837.112	442.575
Obligationer	9.250.168	7.719.414
Kapitalandele	3.291.854	2.471.776
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.146	3.843
Afledte finansielle instrumenter	2.068	12.384
Andre aktiver	156.311	138.017
Aktiver i alt	13.545.659	10.788.010

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	13.457.141	10.664.007
Afledte finansielle instrumenter	62.591	119.097
Mellemværende vedr. handelsafvikling	15.134	0
Anden gæld	10.793	4.906
Passiver i alt	13.545.659	10.788.010

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	10.664.007	8.046.194
Emissioner i perioden	2.922.196	1.808.974
Indløsninger i perioden	-226.055	-157.622
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	14.248	8.164
Periodens resultat	82.746	512.524
Medlemmernes formue ultimo	13.457.141	10.218.235

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,1	88,6
§ 144a - nyemitterede	5,8	6,7
Øvrige finansielle instrumenter	-0,2	-0,8
I alt finansielle instrumenter	92,8	94,6
Øvrige aktiver og passiver	7,2	5,4
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.457.141	10.218.235
Antal andele	128.858.171	96.665.521
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,43	105,71
Afkast i DKK (pct)*]	1,19	5,74
Administrationsomk. (pct)*]	0,61	0,61
ÅOP	1,36	1,34

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

FX – Accumulating KL

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

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

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

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

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

FX – Accumulating KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	4.194	4.534
Kursgevinster og tab	-20.971	17.291
Administrationsomkostninger	-1.654	-1.361
Halvårets nettoresultat	-18.431	20.465

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	5.021	7.145
Obligationer	524.396	424.987
Mellemværende vedr. handelsafvikling	371	289
Afledte finansielle instrumenter	1.167	10.411
Andre aktiver	5.895	5.816
Aktiver i alt	536.850	448.647

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	528.533	444.785
Afledte finansielle instrumenter	7.365	3.711
Mellemværende vedr. handelsafvikling	667	0
Anden gæld	285	151
Passiver i alt	536.850	448.647

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	444.785	437.461
Emissioner i perioden	139.838	66.324
Indløsninger i perioden	-37.658	-104.097
Periodens resultat	-18.431	20.465
Medlemmernes formue ultimo	528.533	420.152

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	95,5
Øvrige finansielle instrumenter	-1,2	1,5
I alt finansielle instrumenter	98,0	97,1
Øvrige aktiver og passiver	2,0	2,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	528.533	420.152

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

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX - Accumulating KL

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

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

Risikoprofil

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

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

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

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

Den daglige laveste, gennemsnitlige og højeste udnyttelse har i første halvår 2015 været: 1,25 pct., 1,31 pct. og 1,46 pct.

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

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

Den gennemsnitlige gearing har i første halvår 2015 været 200 pct.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start d. 5. februar 2015 blev et negativt afkast på 3,83 pct. i SEK. Andelsklassen har intet benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3-4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet var ikke tilfredsstillende og har ikke indfriet vores forventninger om et positivt afkast i første halvår 2015.

Markedet

Valutamarkedet har siden andelsklassens start været præget af høj volatilitet og deraf følgende store udsving i valutakrydsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet fortsat geopolitisk uro vedrørende Ukraine samt en forværring af forholdet mellem Grækenland og de øvrige eurolande. Endelig begyndte de økonomiske nøgletal i euroland at overraske på opsidet i løbet af andet kvartal, mens det omvendte var tilfældet i USA, hvilket også bidrog til volatiliteten på valutamarkedet.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2015
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060592285
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	99,1%
Øvrige inkl. likvide	0,9%

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX - Accumulating KL

Vurdering af andelsklassens resultat

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved starten af andet halvår 2015 er andelsklassens største valutaundervægt i SEK. Udviklingen i svensk økonomi herunder særligt inflationen vil derfor have en afgørende betydning for afkastet. Ligeledes er andelsklassen undervægtet i EUR. Den økonomiske og politiske udvikling i euroland vil således fortsat have en afgørende betydning for afkastet. Endelig er andelsklassens to største valutaovervægte AUD og NZD, som begge er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

Usikkerheden vedrørende Grækenland samt den lave inflation i mange økonomier og ikke mindst den geopolitiske situation ventes fortsat at være dominerende temaer i andet halvår 2015, hvilket vil medføre endnu et volatilt halvår for valutamarkedet. Dette vil formentlig give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast. Betydelige udsving i afkastet må dog forventes som følge af den betydelige usikkerhed, der præger de finansielle markeder ved indgangen til andet halvår 2015 blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland og renteutviklingen.

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX - Accumulating KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	5.2.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-2.473
Klassespecifikke transaktioner:	
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	-660
Administrationsomkostninger	-108
Klassens resultat	-3.241

MEDLEMMERNES FORMUE	5.2.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	56.418
Indløsninger i perioden	-414
Periodens resultat	-3.241
Medlemmernes formue ultimo	52.763

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	52.763
Antal andele	679.955
Stykstørrelse i SEK	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	96,17
Afkast i SEK (pct)*]	-3,83
Administrationsomk. (pct)*]	0,33

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

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX - Accumulating KL

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

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

Risikoprofil

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

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

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

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

Den daglige laveste, gennemsnitlige og højeste udnyttelse har i første halvår 2015 været: 1,25 pct., 1,31 pct. og 1,46 pct.

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

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

Den gennemsnitlige gearing har i første halvår 2015 været 200 pct.

Afkast og benchmark

Afkastet fra andelsklassens start d. 5. februar 2015 blev et negativt afkast på 2,68 pct. i EUR. Andelsklassen har intet benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3-4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet var ikke tilfredsstillende og har ikke indfriet vores forventninger om et positivt afkast i første halvår 2015.

Markedet

Valutamarkedet har siden andelsklassens start været præget af høj volatilitet og deraf følgende store udsving i valutakrydsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet fortsat geopolitisk uro vedrørende Ukraine samt en forværring af forholdet mellem Grækenland og de øvrige eurolande. Endelig begyndte de økonomiske nøgletal i euroland at overraske på opsidet i løbet af andet kvartal, mens det omvendte var tilfældet i USA, hvilket også bidrog til volatiliteten på valutamarkedet.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Februar 2015

Risikoindekator (1-7): 6

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060592012

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år 100,3%

Øvrige inkl. likvide -0,3%

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX - Accumulating KL

Vurdering af andelsklassens resultat

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved starten af andet halvår 2015 er andelsklassens største valutaundervægt i SEK. Udviklingen i svensk økonomi herunder særligt inflationen vil derfor have en afgørende betydning for afkastet. Ligeledes er andelsklassen undervægtet i EUR. Den økonomiske og politiske udvikling i euroland vil således fortsat have en afgørende betydning for afkastet. Endelig er andelsklassens to største valutaovervægte AUD og NZD, som begge er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

Usikkerheden vedrørende Grækenland samt den lave inflation i mange økonomier og ikke mindst den geopolitiske situation ventes fortsat at være dominerende temaer i andet halvår 2015, hvilket vil medføre endnu et volatilt halvår for valutamarkedet. Dette vil formentlig give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast. Betydelige udsving i afkastet må dog forventes som følge af den betydelige usikkerhed, der præger de finansielle markeder ved indgangen til andet halvår 2015 blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland og renteutviklingen.

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX - Accumulating KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	5.2.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-832
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-99
Klassens resultat	-932

MEDLEMMERNES FORMUE	5.2.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	37.230
Periodens resultat	-932
Medlemmernes formue ultimo	36.299

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.DKK)	36.299
Antal andele	500.000
Stykstørrelse i EUR	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	9,73
Afkast i EUR [pct]*]	-2,68
Administrationsomk. [pct]*]	0,33

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

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

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

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

Risikoprofil

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

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

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

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

Den daglige laveste, gennemsnitlige og højeste udnyttelse har i første halvår 2015 været: 1,25 pct., 1,31 pct. og 1,46 pct.

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

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

Den gennemsnitlige gearing har i første halvår 2015 været 200 pct.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 3,19 pct. i EUR. Andelsklassen har intet benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3-4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet var ikke tilfredsstillende og har ikke indfriet vores forventninger om et positivt afkast i første halvår 2015.

Markedet

Valutamarkedet har i første halvår 2015 været præget af høj volatilitet og deraf følgende store udsving i valutakrydsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet fortsat geopolitisk uro vedrørende Ukraine samt en forværring af forholdet mellem Grækenland og de øvrige eurolande. Endelig begyndte de økonomiske nøgletal i euroland at overraske på opsidens i løbet af andet kvartal, mens det omvendte var tilfældet i USA, hvilket også bidrog til volatiliteten på valutamarkedet.

ANDELSKLASSENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	100,3%
Øvrige inkl. likvide	-0,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	-0,18
Standardafvigelse	8,05

FX - Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX - Accumulating KL

Vurdering af andelsklassens resultat

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved starten af andet halvår 2015 er andelsklassens største valutaundervægt i SEK. Udviklingen i svensk økonomi herunder særligt inflationen vil derfor have en afgørende betydning for afkastet. Ligeledes er andelsklassen undervægtet i EUR. Den økonomiske og politiske udvikling i euroland vil således fortsat have en afgørende betydning for afkastet. Endelig er andelsklassens to største valutaovervægte AUD og NZD, som begge er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

Usikkerheden vedrørende Grækenland samt den lave inflation i mange økonomier og ikke mindst den geopolitiske situation ventes fortsat at være dominerende temaer i andet halvår 2015, hvilket vil medføre endnu et volatilt halvår for valutamarkedet. Dette vil formentlig give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast. Betydelige udsving i afkastet må dog forventes som følge af den betydelige usikkerhed, der præger de finansielle markeder ved indgangen til andet halvår 2015 blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland og renteutviklingen.

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	-12.813	21.815
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.446	-1.350
Klassens resultat	-14.259	20.465

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	444.785	437.461
Emissioner i perioden	46.190	66.324
Indløsninger i perioden	-37.245	-104.097
Periodens resultat	-14.259	20.465
Medlemmernes formue ultimo	439.471	420.152

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	439.471	420.152
Antal andele	607.330	544.079
Stykstørrelse i EUR	100	100
Indre værdi (EUR pr. andel)	97,00	103,58
Afkast i EUR (pct)*]	-3,19	5,24
Administrationsomk. (pct)*]	0,33	0,32
ÅOP	0,65	0,65

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

GEM – 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:

- GEM, osuuslaji EUR W
- GEM – Akkumulerende, klasse DKK W

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

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

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

GEM – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	28.10.-31.12.14
Renter og udbytter	20.593	2.779
Kursgevinster og tab	93.547	14.201
Administrationsomkostninger	-12.420	-3.152
Resultat før skat	101.721	13.828
Rente- og udbytteskat	-2.257	-115
Halvårets nettoresultat	99.465	13.713

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	8.619	37.814
Kapitalandele	1.578.358	1.333.537
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.220	1.182
Andre aktiver	7.989	2.244
Aktiver i alt	1.602.187	1.374.777

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.599.370	1.373.226
Mellemværende vedr. handelsafvikling	801	380
Anden gæld	2.017	1.171
Passiver i alt	1.602.187	1.374.777

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	28.10.-31.12.14
Medlemmernes formue primo	1.373.226	0
Emissioner i perioden	381.295	1.355.277
Indløsninger i perioden	-257.123	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.507	4.235
Periodens resultat	99.465	13.713
Medlemmernes formue ultimo	1.599.370	1.373.226

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	97,1
I alt finansielle instrumenter	98,7	97,1
Øvrige aktiver og passiver	1,3	2,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	28.10.-31.12.14
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.599.370	1.373.226

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

GEM, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

Investorerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier, der handles på markedspladser i emerging markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i emerging markets-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. 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 emerging markets, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 7,86 pct. i EUR, mens benchmark steg 12,01 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

Som region oplevede Asien den mest positive udvikling blandt de nye markeder, overvejende på grund af stigninger på det kinesiske aktiemarked. Sidstnævnte skyldtes de stimulitiltag, som landets regering har indført for at styrke økonomien, og den fortsatte liberalisering af de finansielle markeder, hvor tilsynsmyndighederne gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet har åbnet for øget adgang for kinesiske fonde til at investere i aktier noteret i Hongkong. Inden for EMEA-regionen kom russiske aktier stærkt igen efter forrige års kraftige nedgang som følge af mindskede spændinger i Ukraine, faldende renter og stigende oliepriser. Dette står i skarp kontrast til den voldsomme tilbagegang på det græske aktiemarked som følge af den tilspidsede gældskrise, der har ført til restriktioner på kapitalbevægelser, og til at Grækenland har misligholdt sin gæld til Den Internationale Valutafond (IMF), der forfaldt den 30. juni. De latinamerikanske aktiemarkeder blev tynget af et fald i de brasilianske aktier, da landets valuta er blevet svækket på grund af usikkerhed om brasiliansk økonomi og en voksende korruptions-skandale.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 4,15 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Andelsklassens fokus på højkvalitetsaktier, dvs. aktier med højt afkast, stærke balancer og stabile driftsresultater, bidrog negativt til det relative resultat.

Et svagt aktievalg i perioden medvirkede til det dårligere resultat på tværs af regionerne, og det blev kun delvist opvejet af andelsklassens gunstige regionale fordeling. Aktievalget i Asien trak mest ned i det relative resultat, hovedsageligt grundet et svagt papirvalg i Kina, som dog delvist blev opvejet af det positive bidrag fra andelsklassens overvægt af netop Kina. Andelsklassens kinesiske papirer kunne på trods af pæne bidrag fra blandt andet Netease, Ping An, Air China og

ANDELSKLASSENS PROFIL

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

LANDEFORDELING

Kina	21,9%
Indien	17,5%
Sydafrika	11,1%
Brasilien	9,5%
Syd Korea	9,4%
Øvrige inkl. likvide	30,6%

NØGLETAL

Active share	78,55
--------------	-------

GEM, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

China Overseas Land & Investments ikke matche de kraftige stigninger på det kinesiske marked generelt. Samtidig klarede Alibaba Group Holding og Baidu sig dårligere end markedet grundet skuffende indtjening. Andelsklassens undervægt af Taiwan bidrog også negativt til resultatet. Dette blev dog mere end opvejet af stærke aktievalg i Taiwan, som kom til udtryk i gode regnskabsresultater fra finanskoncernen Fubon Financial Holdings og Largan Precision, som producerer kameralinser. Andelsklassens dårligere resultat i EMEA-regionen skyldtes undervægten af Rusland og særligt den manglende eksponering mod landets energisektor, som oplevede en stærk udvikling i regnskabsperioden. I Latinamerika trak aktievalget i Mexico og Brasilien ned i det relative afkast, men andelsklassens undervægt af regionen bidrog positivt til det relative resultat.

På sektorplan kom de største negative bidrag til andelsklassens samlede resultat fra undervægten og aktievalget inden for energi, telekommunikation og finans. Den negative påvirkning herfra blev delvist opvejet af positive bidrag fra undervægten i materialer og telekommunikation.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Usikkerhed om tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) pengepolitiske stramninger kan medføre øget volatilitet og potentielle risici for de nye markeder, særligt for de lande, der i øjeblikket kæmper med store betalingsbalanceunderskud.

I Kina kan tempoet i den igangværende gældsnedbringelse og strukturreformer føre til en kraftig opbremsning i den økonomiske vækst, hvilket kan få indvirkning på efterspørgslen efter og priserne på råvarer. Således udgør udviklingen i Kina en mulig risiko for såvel nye markeder som for verdensøkonomien og de globale markeder.

Andelsklassen er markant undervægtet inden for energi og materialer, hvilket kan få negativ indvirkning på det relative resultat, hvis disse sektorer klarer sig godt. Andelsklassens største overvægt er Indien. Landets fortsat stærke økonomiske udvikling, og deraf følgende stigninger i selskabernes indtjening, bliver afgørende for at kunne fastholde et positivt afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

USA og Europa ventes at nyde godt af en mindre stram finanspolitik, mens udskydelsen af afgiftsforhøjelsen i Japan bør få en positiv effekt. De nye markeder bør nyde godt af lavere råvarepriser, stabil efterspørgsel på de udviklede markeder og indenlandske reformtiltag.

Tendensen til mindre inflation fra 2014 ventes at fortsætte, da vi forventer, at globalisering, strukturreformer og teknologiske forandringer vil føre til lavere priser. De nye markeder vil fortsat spille en vigtig rolle for investorerne, men det bliver væsentligt for landene, sektorerne og selskaberne at kunne differentiere sig for at opnå succes. Vi mener, at de nye markeder mere end nogensinde før er en uensartet gruppe lande med yderst forskellige muligheder for økonomisk vækst. Som følge af omstruktureringstiltag er mange af de nye markeder i dag bedre i stand til at styre deres økonomiske udvikling. Den indsats, som landene lægger i reformtiltagene, vil efter vores vurdering i vid udstrækning være afgørende for deres fortsatte økonomiske udvikling.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellempøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

GEM, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	28.10.-31.12.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.419	37
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.792	-113
Klassens resultat	627	-76

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	28.10.-31.12.14
Medlemmernes formue primo	52.318	0
Emissioner i perioden	217.962	52.294
Indløsninger i perioden	-9.008	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.026	100
Periodens resultat	627	-76
Medlemmernes formue ultimo	262.925	52.318

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	28.10.-31.12.14
Medlemmernes formue (t.DKK)	262.925	52.318
Antal andele	3.198.746	687.805
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	11,02	10,22
Afkast i EUR (pct) ¹⁾	7,86	2,15
Benchmarkafkast i EUR (pct)	12,01	-
Administrationsomk. (pct) ¹⁾	0,77	1,54

¹⁾ Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

GEM – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under GEM – 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.

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier, der handles på markedspladser i emerging markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i emerging markets-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. 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 emerging markets, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 8,32 pct., mens benchmark steg 12,01 pct. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast.

Markedet

Som region oplevede Asien den mest positive udvikling blandt de nye markeder, overvejende på grund af stigninger på det kinesiske aktiemarked. Sidstnævnte skyldtes de stimulitiltag, som landets regering har indført for at styrke økonomien, og den fortsatte liberalisering af de finansielle markeder, hvor tilsynsmyndighederne gennem Hong Kong-Shanghai Connect-programmet har åbnet for øget adgang for kinesiske fonde til at investere i aktier noteret i Hongkong. Inden for EMEA-regionen kom russiske aktier stærkt igen efter forrige års kraftige nedgang som følge af mindskede spændinger i Ukraine, faldende renter og stigende oliepriser. Dette står i skarp kontrast til den voldsomme tilbagegang på det græske aktiemarked som følge af den tilspidsede gælds-krise, der har ført til restriktioner på kapitalbevægelser, og til at Grækenland har misligholdt sin gæld til Den Internationale Valutafond (IMF), der forfaldt den 30. juni. De latinamerikanske aktiemarkeder blev tyngt af et fald i de brasilianske aktier, da landets valuta er blevet svækket på grund af usikkerhed om brasiliansk økonomi og en voksende korruptions-skandale.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,69 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Andelsklassens fokus på højkvallitetsaktier, dvs. aktier med højt afkast, stærke balancer og stabile driftsresultater, bidrog negativt til det relative resultat.

Et svagt aktievalg i perioden medvirkede til det dårligere resultat på tværs af regionerne, og det blev kun delvist opvejet af andelsklassens gunstige regionale fordeling. Aktievalget i Asien trak mest ned i det relative resultat, hovedsageligt grundet et svagt papirvalg i Kina, som dog delvist blev opvejet af det positive bidrag fra andelsklassens overvægt af netop Kina. Andelsklassens kinesiske papirer kunne på trods af pæne bidrag fra blandt andet Netease, Ping An, Air China og

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2014
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060576403
Porteføljerådgiver: William Blair Investment Management, LLC

LANDEFORDELING

Kina	21,9%
Indien	17,5%
Sydafrika	11,1%
Brasilien	9,5%
Sydkorea	9,4%
Øvrige inkl. likvide	30,6%

NØGLETAL

Active share	78,55
--------------	-------

GEM – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

China Overseas Land & Investments ikke matche de kraftige stigninger på det kinesiske marked generelt. Samtidig klarede Alibaba Group Holding og Baidu sig dårligere end markedet grundet skuffende indtjening. Andelsklassens undervægt af Taiwan bidrog også negativt til resultatet. Dette blev dog mere end opvejet af stærke aktievalg i Taiwan, som kom til udtryk i gode regnskabsresultater fra finanskoncernen Fubon Financial Holdings og Largan Precision, som producerer kameralinser. Andelsklassens dårligere resultat i EMEA-regionen skyldtes undervægten af Rusland og særligt den manglende eksponering mod landets energisektor, som oplevede en stærk udvikling i regnskabsperioden. I Latinamerika trak aktievalget i Mexico og Brasilien ned i det relative afkast, men andelsklassens undervægt af regionen bidrog positivt til det relative resultat.

På sektorplan kom de største negative bidrag til andelsklassens samlede resultat fra undervægten og aktievalget inden for energi, telekommunikation og finans. Den negative påvirkning herfra blev delvist opvejet af positive bidrag fra undervægten i materialer og telekommunikation.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Usikkerhed om tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) pengepolitiske stramninger kan medføre øget volatilitet og potentielle risici for de nye markeder, særligt for de lande, der i øjeblikket kæmper med store betalingsbalanceunderskud.

I Kina kan tempoet i den igangværende gældsnedbringelse og strukturreformer føre til en kraftig opbremsning i den økonomiske vækst, hvilket kan få indvirkning på efterspørgslen efter og priserne på råvarer. Således udgør udviklingen i Kina en mulig risiko for såvel nye markeder som for verdensøkonomien og de globale markeder.

Andelsklassen er markant undervægtet inden for energi og materialer, hvilket kan få negativ indvirkning på det relative resultat, hvis disse sektorer klarer sig godt. Andelsklassens største overvægt er Indien. Landets fortsat stærke økonomiske udvikling, og deraf følgende stigninger i selskabernes indtjening, bliver afgørende for at kunne fastholde et positivt afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

USA og Europa ventes at nyde godt af en mindre stram finanspolitik, mens udskydelsen af afgiftsforhøjelsen i Japan bør få en positiv effekt. De nye markeder bør nyde godt af lavere råvarepriser, stabil efterspørgsel på de udviklede markeder og indenlandske reformtiltag.

Tendensen til mindre inflation fra 2014 ventes at fortsætte, da vi forventer, at globalisering, strukturreformer og teknologiske forandringer vil føre til lavere priser. De nye markeder vil fortsat spille en vigtig rolle for investorerne, men det bliver væsentligt for landene, sektorerne og selskaberne at kunne differentiere sig for at opnå succes. Vi mener, at de nye markeder mere end nogensinde før er en uensartet gruppe lande med yderst forskellige muligheder for økonomisk vækst. Som følge af omstruktureringstiltag er mange af de nye markeder i dag bedre i stand til at styre deres økonomiske udvikling. Den indsats, som landene lægger i reformtiltagene, vil efter vores vurdering i vid udstrækning være afgørende for deres fortsatte økonomiske udvikling.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

GEM – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	28.10.-31.12.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	109.465	16.828
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-10.628	-3.039
Klassens resultat	98.838	13.789

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	28.10.-31.12.14
Medlemmernes formue primo	1.320.908	0
Emissioner i perioden	163.334	1.302.983
Indløsninger i perioden	-248.116	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.482	4.135
Periodens resultat	98.838	13.789
Medlemmernes formue ultimo	1.336.445	1.320.908

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	28.10.-31.12.14
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.336.445	1.320.908
Antal andele	12.057.589	12.909.053
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,84	102,32
Afkast i DKK (pct)*]	8,32	2,32
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	12,01	1,82
Administrationsomk. (pct)*]	0,77	1,54
ÅOP	1,96	1,99

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

Global

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 1. halvår 2015 et afkast på 13,48 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarkedet, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 1,78 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energi- og forsyningssektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. Det var især andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United-Health, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog afdelingens investeringer i den amerikanske teknologivirksomhed Qualcomm Incorporated samt amerikanske Coca-Cola Company særdeles negativt til afdelingens relative afkast.

AFDELINGENS PROFIL

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

LANDEFORDELING

USA	55,0%
Danmark	12,2%
Japan	9,2%
Storbritannien	8,2%
Schweiz	7,3%
Øvrige inkl. likvide	8,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,41
Standardafvigelse	8,99
Tracking error	3,60
Information Ratio	-0,00
Sharpe Ratio (benchm.)	1,40
Standardafvigelse (benchm.)	9,04
Active share	92,37

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen har store investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug, og begrænsede investeringer i selskaber indenfor energi og industri. Vi har valgt at investere i de nye markeder igennem Danske Invest Fjernøsten og Danske Invest Nye Markeder Small Cap for at sprede den øgede corporate governance-risiko og den politiske risiko, som man løber, når man investerer i regionen.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Global

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	4.015	4.646
Kursgevinster og tab	33.729	6.326
Administrationsomkostninger	-1.957	-1.415
Resultat før skat	35.787	9.557
Rente- og udbytteskat	-304	-288
Halvårets nettoresultat	35.483	9.268

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	7.575	11.684
Kapitalandele	262.014	237.231
Andre aktiver	1.085	903
Aktiver i alt	270.674	249.818
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	270.381	249.658
Anden gæld	293	160
Passiver i alt	270.674	249.818

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	249.658	209.969
Emissioner i perioden	49.929	16.907
Indløsninger i perioden	-65.017	-8.002
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	327	69
Periodens resultat	35.483	9.268
Medlemmernes formue ultimo	270.381	228.212

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	95,0
I alt finansielle instrumenter	96,9	95,0
Øvrige aktiver og passiver	3,1	5,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	270.381	228.212
Antal andele	2.032.534	2.201.352
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	133,03	103,67
Afkast i DKK [pct]*]	13,48	4,27
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,70	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,75	0,75
ÅOP	1,68	1,77

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

Global Equity Solution

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 13,03 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Benchmark er knyttet officielt til afdelingen fra 1. maj 2015. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder fik et afkast på linje med det globale aktiemarkedet, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2015 var 1,33 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Japanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i første halvår 2015. En signifikant overvægt i japanske aktier i første halvår 2015 sikrede, at afdelingen gav et højere afkast end det globale aktiemarkedet. Derudover har afdelingens eksponering til cykliske aktier i Europa bidraget positivt til performance, ligesom den globale strategi Global StockPicking også har bidraget positivt.

Investeringen i amerikanske it-selskaber trak en smule ned på årets afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Januar 2011
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060209682
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	52,6%
Japan	13,9%
Storbritannien	7,1%
Schweiz	4,5%
Tyskland	4,0%
Øvrige inkl. likvide	17,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	11,48
Active share	37,99

Global Equity Solution

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen ligger ved halvårets udgang stadig overvægtet i Japan - omend i mindre grad. De største risici i andet halvår 2015 ved nuværende eksponering er derfor, i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet ude af et deflationært miljø, samt ændre ledelsernes måde at styre virksomhederne på.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

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

Ved årets udgang er afdelingen fordelt med 22 pct. i indekse-rede amerikanske aktier, 10 pct. i amerikanske it-selskaber, 15 pct. i en amerikansk risikopræmiestrategi, 17 pct. i indekse-rede europæiske aktier, 23 pct. i globale aktier, 11 pct. i japanske aktier, og 2 pct. i øvrige aktier.

Vi forventer fortsat, at reformerne i Japan gør virksomhederne i Japan mere konkurrencedygtige, samt at inflationen forbliver positiv.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Global Equity Solution

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	86.255	127.820
Kursgevinster og tab	734.060	188.968
Administrationsomkostninger	-30.943	-41.227
Resultat før skat	789.372	275.561
Rente- og udbytteskat	-8.672	-9.421
Halvårets nettoresultat	780.700	266.140

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	117.091	58.837
Kapitalandele	6.060.422	5.756.114
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.282	942
Andre aktiver	18.208	13.432
Aktiver i alt	6.197.003	5.829.324

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	6.178.694	5.814.766
Mellemværende vedr. handelsafvikling	13.171	9.977
Anden gæld	5.138	4.581
Passiver i alt	6.197.003	5.829.324

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	5.814.766	4.935.803
Udlodning fra sidste år	-519.967	0
Emissioner i perioden	1.364.426	1.143.947
Indløsninger i perioden	-1.266.523	-784.811
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.293	5.225
Periodens resultat	780.700	266.140
Medlemmernes formue ultimo	6.178.694	5.566.303

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	99,0
I alt finansielle instrumenter	98,1	99,0
Øvrige aktiver og passiver	1,9	1,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.178.694	5.566.303
Antal andele	44.232.114	44.616.607
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	139,69	124,76
Afkast i DKK (pct)*]	13,03	4,77
Benchmarkafkast i DKK (pct)	11,70	-
Administrationsomk. (pct)*]	0,50	0,75
ÅOP	1,24	1,90

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

Global Equity Solution – Akkumulerende KL



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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

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

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

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

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

Global Equity Solution – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	36.159	16.085
Kursgevinster og tab	226.644	21.540
Administrationsomkostninger	-12.579	-4.767
Resultat før skat	250.224	32.859
Rente- og udbytteskat	-3.999	-1.382
Halvårets nettoresultat	246.225	31.476

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	58.631	39.564
Kapitalandele	2.735.767	1.955.480
Mellemværende vedr. handelsafvikling	627	1.823
Andre aktiver	4.220	1.897
Aktiver i alt	2.799.244	1.998.763

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.791.777	1.995.363
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.165	1.670
Anden gæld	2.301	1.730
Passiver i alt	2.799.244	1.998.763

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.995.363	340.324
Emissioner i perioden	672.245	562.387
Indløsninger i perioden	-124.381	-18.810
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.325	1.743
Periodens resultat	246.225	31.476
Medlemmernes formue ultimo	2.791.777	917.120

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	98,0
I alt finansielle instrumenter	98,0	98,0
Øvrige aktiver og passiver	2,0	2,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.791.777	917.120

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

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 9,80 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 8,82 pct. målt i SEK. Benchmark er knyttet officielt til afdelingen fra 1. maj 2015. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet – primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarkedet, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i første halvår 2015 var 0,98 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Japanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i første halvår 2015. En signifikant overvægt i japanske aktier i første halvår 2015 sikrede, at andelsklassen gav et højere afkast end det globale aktiemarkedet. Derudover har andelsklassen eksponering til cykliske aktier i Europa bidraget positivt til performance, ligesom den globale strategi Global StockPicking også har bidraget positivt.

Investeringen i amerikanske it-selskaber trak en smule ned på årets afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter målt i SEK

Fondskode: DK0060507788

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	52,5%
Japan	13,5%
Storbritannien	7,0%
Schweiz	4,5%
Tyskland	4,0%
Øvrige inkl. likvide	18,5%

NØGLETAL

Active share 38,56

Måleperiode: til jun. 2015

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Andelsklassen ligger ved halvårets udgang stadig overvægtet i Japan – omend i mindre grad. De største risici i andet halvår 2015 ved nuværende eksponering er derfor, i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet ude af et deflationært miljø samt ændre ledelsernes måde at styre virksomhederne på.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 22 pct. i indekserede amerikanske aktier, 10 pct. i amerikanske it-selskaber, 15 pct. i en amerikansk risikopræmie strategi, 17 pct. i indekserede europæiske aktier, 23 pct. i globale aktier, 11 pct. i japanske aktier, og 2 pct. i øvrige aktier.

Vi forventer fortsat, at reformerne i Japan gør virksomhederne i Japan mere konkurrencedygtige, samt at inflationen forbliver positiv.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	63.696	2.530
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-2.872	-371
Klassens resultat	60.824	2.159

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	490.919	48.143
Emissioner i perioden	58.221	43.295
Indløsninger i perioden	-5.248	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	143	130
Periodens resultat	60.824	2.159
Medlemmernes formue ultimo	604.860	93.727

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	604.860	93.727
Antal andele	5.461.885	1.022.827
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	137,24	112,51
Afkast i SEK (pct)*	9,80	8,36
Benchmarkafkast i SEK (pct)	8,82	-
Administrationsomk. (pct)*	0,50	0,75

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

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 8,67 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 7,73 pct. målt i NOK. Benchmark er knyttet officielt til afdelingen fra 1. maj 2015. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuoro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet – primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarkedet, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i første halvår 2015 var 0,94 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Japanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i første halvår 2015. En signifikant overvægt i japanske aktier i første halvår 2015 sikrede, at andelsklassen gav et højere afkast end det globale aktiemarkedet. Derudover har andelsklassen eksponering til cykliske aktier i Europa bidraget positivt til performance, ligesom den globale strategi Global StockPicking også har bidraget positivt.

Investeringen i amerikanske it-selskaber trak en smule ned på årets afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060507515
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	52,5%
Japan	13,5%
Storbritannien	7,0%
Schweiz	4,5%
Tyskland	4,0%
Øvrige inkl. likvide	18,5%

NØGLETAL

Active share	38,56
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Andelsklassen ligger ved halvårets udgang stadig overvægtet i Japan - omend i mindre grad. De største risici i andet halvår 2015 ved nuværende eksponering er derfor, i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet ude af et deflationært miljø samt ændre ledelsernes måde at styre virksomhederne på.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 22 pct. i indekserede amerikanske aktier, 10 pct. i amerikanske it-selskaber, 15 pct. i en amerikansk risikopræmie strategi, 17 pct. i indekserede europæiske aktier, 23 pct. i globale aktier, 11 pct. i japanske aktier, og 2 pct. i øvrige aktier.

Vi forventer fortsat, at reformerne i Japan gør virksomhederne i Japan mere konkurrencedygtige, samt at inflationen forbliver positiv.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	38.430	3.751
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.930	-580
Klassens resultat	36.501	3.170

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	273.639	27.042
Emissioner i perioden	160.334	130.546
Indløsninger i perioden	-29.682	-13.855
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	571	434
Periodens resultat	36.501	3.170
Medlemmernes formue ultimo	441.363	147.337

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	441.363	147.337
Antal andele	3.600.857	1.460.571
Stykstørrelse i NOK	100	100
Indre værdi (NOK pr. andel)	144,03	113,68
Afkast i NOK [pct]*]	8,67	4,64
Benchmarkafkast i NOK [pct]	7,73	-
Administrationsomk. [pct]*]	0,50	0,75

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

Global Equity Solution – Akk., klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 12,67 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Benchmark er knyttet officielt til afdelingen fra 1. maj 2015. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet – primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i første halvår 2015 var 0,97 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Japanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i første halvår 2015. En signifikant overvægt i japanske aktier i første halvår 2015 sikrede, at andelsklassen gav et højere afkast end det globale aktiemarkedet. Derudover har andelsklassen eksponering til cykliske aktier i Europa bidraget positivt til performance, ligesom den globale strategi Global StockPicking også har bidraget positivt.

Investeringen i amerikanske it-selskaber trak en smule ned på årets afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060507432
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	52,5%
Japan	13,5%
Storbritannien	7,0%
Schweiz	4,5%
Tyskland	4,0%
Øvrige inkl. likvide	18,5%

NØGLETAL

Active share	38,56
--------------	-------

Global Equity Solution – Akk., klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Andelsklassen ligger ved halvårets udgang stadig overvægtet i Japan – omend i mindre grad. De største risici i andet halvår 2015 ved nuværende eksponering er derfor, i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet ude af et deflationært miljø samt ændre ledelsernes måde at styre virksomhederne på.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 22 pct. i indekserede amerikanske aktier, 10 pct. i amerikanske it-selskaber, 15 pct. i en amerikansk risikopræmie strategi, 17 pct. i indekserede europæiske aktier, 23 pct. i globale aktier, 11 pct. i japanske aktier, og 2 pct. i øvrige aktier.

Vi forventer fortsat, at reformerne i Japan gør virksomhederne i Japan mere konkurrencedygtige, samt at inflationen forbliver positiv.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global Equity Solution – Akk., klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	156.678	29.924
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-7.778	-3.777
Klassens resultat	148.900	26.147

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.230.805	265.139
Emissioner i perioden	453.690	388.546
Indløsninger i perioden	-89.451	-4.955
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.611	1.179
Periodens resultat	148.900	26.147
Medlemmernes formue ultimo	1.745.554	676.055

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.745.554	676.055
Antal andele	13.326.134	6.293.127
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	130,99	107,43
Afkast i DKK (pct)*]	12,67	4,79
Benchmarkafkast i DKK (pct)	11,70	-
Administrationsomk. (pct)*]	0,50	0,74
ÅOP	1,24	1,99

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

Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

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

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Global Equity Solution FIN, osuslaji EUR W

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

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

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

Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 EUR.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	15.1.-30.06.14
Renter og udbytter	7.276	1.839
Kursgevinster og tab	71.316	4.665
Administrationsomkostninger	-4.180	-690
Resultat før skat	74.413	5.814
Rente- og udbytteskat	-687	-174
Halvårets nettoresultat	73.725	5.640

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	74.057	49.994
Kapitalandele	468.612	481.199
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	65
Afledte finansielle instrumenter	0	75
Andre aktiver	1.015	487
Aktiver i alt	543.685	531.821

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	539.515	530.513
Afledte finansielle instrumenter	2.044	928
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.451	0
Anden gæld	675	381
Passiver i alt	543.685	531.821

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	15.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	530.513	0
Emissioner i perioden	60.604	114.065
Indløsninger i perioden	-125.328	-5.000
Periodens resultat	73.725	5.640
Medlemmernes formue ultimo	539.515	114.705

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,9	90,7
Øvrige finansielle instrumenter	-0,4	-0,2
I alt finansielle instrumenter	86,5	90,5
Øvrige aktiver og passiver	13,5	9,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.EUR)	539.515	114.705

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

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 13,38 pct. målt i EUR. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for det globale aktiemarked, som steg 11,49 pct. målt i EUR. Afdelingen har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder har i første halvår 2015 klaret sig godt målt i euro (USA 10,5 pct., Japan 23,5 pct. og Europa 13,3 pct.). Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i første halvår 2015 var 1,89 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked.

Det største bidrag til resultatet kom fra investeringer på de europæiske aktiemarkeder. Emerging markets-aktier havde de svageste afkast. Vores valg af investeringstemaer har givet rigtig gode resultater i første halvår med stærke afkast fra temaer som cykliske europæiske aktier og kurv af Singapores- og Hongkong-aktier.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2014

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060518397

Porteføljerådgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

LANDEFORDELING

USA	35,3%
Danmark	14,8%
Japan	9,6%
Storbritannien	6,3%
Tyskland	5,1%
Øvrige inkl. likvide	28,9%

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Andelsklassen ligger ved halvårets udgang stadig overvægtet i Japan – omend i mindre grad. De største risici i andet halvår 2015 ved nuværende eksponering er derfor, i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet ude af et deflationært miljø samt ændre ledelsernes måde at styre virksomhederne på.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 22 pct. i indekserede amerikanske aktier, 10 pct. i amerikanske it-selskaber, 15 pct. i en amerikansk risikopræmie strategi, 17 pct. i indekserede europæiske aktier, 23 pct. i globale aktier, 11 pct. i japanske aktier, og 2 pct. i øvrige aktier.

Vi forventer fortsat, at reformerne i Japan gør virksomhederne i Japan mere konkurrencedygtige, samt at inflationen forbliver positiv.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 EUR.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	15.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	77.905	6.327
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-4.180	-686
Klassens resultat	73.725	5.640

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	15.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	530.513	0
Emissioner i perioden	60.604	114.065
Indløsninger i perioden	-125.328	-5.000
Periodens resultat	73.725	5.640
Medlemmernes formue ultimo	539.515	114.705

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.EUR)	539.515	114.705
Antal andele	40.786.621	10.888.589
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	13,23	10,53
Afkast i EUR (pct)*]	13,38	5,34
Administrationsomk. (pct)*]	0,75	0,75

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

Global ESG – Accumulating KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 9,98 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 7,41 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal. Renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte dog betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat fokus på understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav også et positivt afkast, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Da afkastet på det globale aktiemarked målt i EUR oversteg afkastet målt i EUR - men valuta-sikret til norske kroner - i 1. halvår 2015, har valutasikringen således trukket afkastet ned i den pågældende periode.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår af 2015 var 2,57 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab UnitedHealth, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationssrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik,

ANDELSKLASSENS PROFIL

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

LANDEFORDELING

USA	37,2%
Japan	10,8%
Schweiz	8,0%
Storbritannien	7,7%
Tyskland	7,5%
Øvrige inkl. likvide	28,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,49
Standardafvigelse	14,02
Tracking error	3,65
Information Ratio	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,49
Standardafvigelse (benchm.)	13,50
Active share	93,53

Måleperiode: Feb. 2011 til jun. 2015

Global ESG – Accumulating KL

nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, foreges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Afdelingen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveaet.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Global ESG – Accumulating KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	4.627	4.457
Kursgevinster og tab	28.332	10.811
Administrationsomkostninger	-2.806	-2.405
Resultat før skat	30.153	12.862
Rente- og udbytteskat	-466	-448
Halvårets nettoresultat	29.687	12.414

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	17.631	12.782
Kapitalandele	373.545	322.913
Afledte finansielle instrumenter	1.349	1.049
Andre aktiver	1.217	866
Aktiver i alt	393.742	337.610

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	381.431	303.396
Afledte finansielle instrumenter	7.755	31.594
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.062	2.406
Anden gæld	495	214
Passiver i alt	393.742	337.610

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	303.396	299.580
Emissioner i perioden	48.204	13.407
Indløsninger i perioden	0	-1
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	144	38
Periodens resultat	29.687	12.414
Medlemmernes formue ultimo	381.431	325.439

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	106,4
Øvrige finansielle instrumenter	-1,7	-10,1
I alt finansielle instrumenter	96,3	96,4
Øvrige aktiver og passiver	3,7	3,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	381.431	325.439
Antal andele	374.432	340.888
Stykstørrelse i EUR	100	100
Indre værdi (EUR pr. andel)	136,56	128,05
Afkast i EUR (pct)*]	9,98	4,21
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	7,41	4,76
Administrationsomk. (pct)*]	0,78	0,78
ÅOP	1,74	1,74

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

Global Restricted

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 14,82 pct., mens benchmark steg 11,70 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarkedet, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 3,12 procentpoint højere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog særdeles positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab UnitedHealth, samt det japanske forsikringsselskab Tokio Marine Holdings, der bidrog positivt.

Modsat bidrog afdelingens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Tyco International, samt Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, særdeles negativt til afdelingens relative afkast.

AFDELINGENS PROFIL

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

LANDEFORDELING

USA	36,6%
Japan	10,6%
Schweiz	7,8%
Danmark	7,6%
Storbritannien	7,5%
Øvrige inkl. likvide	29,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,27
Standardafvigelse	9,27
Tracking error	3,73
Information Ratio	-0,25
Sharpe Ratio (benchm.)	1,40
Standardafvigelse (benchm.)	9,04
Active share	51,82

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Global Restricted

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og diskretionært forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug og det private forbrug. Afdelingen har ligeledes begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i olieprisen og ændringer i renteniveauet.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, materialer og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor forsyningsektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

Global Restricted

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	6.900	8.675
Kursgevinster og tab	85.961	30.058
Administrationsomkostninger	-4.370	-4.708
Resultat før skat	88.491	34.025
Rente- og udbytteskat	-660	-806
Halvårets nettoresultat	87.831	33.220

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	23.524	23.168
Kapitalandele	490.900	649.026
Andre aktiver	1.786	1.360
Aktiver i alt	516.210	673.554

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	510.200	668.207
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.354	4.836
Anden gæld	657	512
Passiver i alt	516.210	673.554

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	668.207	551.777
Udlodning fra sidste år	-13.469	0
Emissioner i perioden	22.922	115.056
Indløsninger i perioden	-256.001	-35.481
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	710	443
Periodens resultat	87.831	33.220
Medlemmernes formue ultimo	510.200	665.015

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,2	97,1
I alt finansielle instrumenter	96,2	97,1
Øvrige aktiver og passiver	3,8	2,9
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	510.200	665.015
Antal andele	2.924.193	4.674.014
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	174,48	142,28
Afkast i DKK [pct]*]	14,82	5,44
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,70	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,78	0,78
ÅOP	1,14	1,89

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

Kommuner 4

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,18 pct., mens benchmark faldt 0,70 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange

sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,48 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentestigningen henover halvåret medførte negative afkast på de fleste obligationer i beholdningen. Afdelingens bedste investeringer blev de helt korte obligationer med op til 3 års restløbetid og variabelt forrentede obligationer med afkast mellem 0 og 0,5 pct.

I den modsatte retning trak beholdningen af specielt konverterbare realkreditobligationer. Disse obligationer blev først ramt af store ekstraordinære udtrækninger som følge af en historisk kraftig konverteringsbølge i forbindelse med det lave renteniveau i starten af året og senere en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer. Gennem halvåret havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og tilsvarende undervægt af statsobligationer. Dette bidrog negativt til merafkastet, da realkreditobligationer, mod forventning, i gennemsnit klarede sig dårligere.

Afdelingen havde i starten af året en renterisiko i underkanten af benchmark. I takt med at renterne steg kraftigt i andet kvartal, blev varigheden øget til en anelse over benchmark. Dette skyldtes primært, at en del af de konverterbare realkreditobligationer automatisk fik forøget renterisikoen som følge af stigende rente og dermed lavere konverteringssandsynlighed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav

AFDELINGENS PROFIL

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

VARIGHEDER

0-1 år	13,7%
1-3 år	40,6%
3-5 år	14,8%
5-10 år	16,0%
Over 10 år	11,0%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,36
Standardafvigelse	1,64
Tracking error	1,14
Information Ratio	0,18
Sharpe Ratio (benchm.)	0,86
Standardafvigelse (benchm.)	2,34

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Kommuner 4

vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter.

Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vi ser fortsat positivt på danske realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af porteføljen i specielt konverterbare realkreditobligationer, da renteforskellen mellem statsobligationer og konverterbare realkreditobligationer er historisk høj.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Kommuner 4

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	9.328	11.236
Kursgevinster og tab	-18.173	15.538
Administrationsomkostninger	-1.549	-1.680
Halvårets nettoresultat	-10.393	25.094

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	5.984	1.868
Obligationer	878.367	957.290
Andre aktiver	5.090	5.299
Aktiver i alt	889.441	964.457
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	889.193	933.327
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	30.954
Anden gæld	248	177
Passiver i alt	889.441	964.457

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	933.327	1.026.452
Udlodning fra sidste år	-20.195	-13.906
Emissioner i perioden	9.052	35.171
Indløsninger i perioden	-22.629	-94.602
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	32	138
Periodens resultat	-10.393	25.094
Medlemmernes formue ultimo	889.193	978.347

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	102,6
I alt finansielle instrumenter	98,8	102,6
Øvrige aktiver og passiver	1,2	-2,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	889.193	978.347
Antal andele	8.776.871	9.338.123
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	101,31	104,77
Afkast i DKK [pct]*]	-1,18	2,57
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	-0,70	2,47
Acontoudlodning	0,90	1,00
Administrationsomk. [pct]*]	0,17	0,17
ÅOP	0,37	0,44

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

Kommuner Europæiske Obligationer

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

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,27 pct., mens benchmark faldt 1,35 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende. Afdelingen har ikke indfriet vores forventninger om positive afkast, grundet stigende renter og højere rentespænd.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtig afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

På markedet for europæiske virksomhedsobligationer kørte kreditspændene ind med 0,14 procentpoint i de første to måneder, blot for at køre ud med 0,48 procentpoint i de efterfølgende fire måneder. Dette var primært afledt af ECB's forventede, og senere udmeldte, opkøbsprogram. Indsnævringen af kreditspænd var afledt af en positiv markedsstemning, som følge af ECB's opkøbsprogram. Udvidelsen var afledt af, at Grækenland ikke kunne blive enige med EU om en hjælpepakke og samtidig stod overfor store betalinger på deres lån, som de ikke var i stand til at dække. Det fik den generelle risikoaversion i markedet til at falde.

Markedet for virksomhedsobligationer var i andet kvartal også præget af de markante bevægelser i rentemarkedet og ikke mindst drevet af intense forhandlinger mellem den græske regering og eurolandene om en ny gældsftale for den store græske statsgæld. De økonomiske nøgletal for Europa pegede på en fortsat stigning i væksten og i inflationen, og det gav anledning til en voldsom stigning i de underliggende statsrenter, ikke mindst de spanske og de italienske statsrenter.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,08 procentpoint højere end afkastet på benchmark. Specielt i sidste del af halvåret har realkre-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2003
Risikoindikator (1-7): 2
Benchmark: 60% Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer varighed 4 år & 40% Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indekset er hedget til DKK
Fondskode: DK0016242373
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	13,8%
1-3 år	31,0%
3-5 år	8,6%
5-10 år	32,1%
Over 10 år	7,2%
Øvrige inkl. likvide	7,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,35
Standardafvigelse	2,61
Tracking error	1,18
Information Ratio	0,24
Sharpe Ratio (benchm.)	1,16
Standardafvigelse (benchm.)	2,83

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Kommuner Europæiske Obligationer

ditobligationer været under pres. Det skyldes delvist rentestigningen, som øgede varigheden i segmentet, men også at Nationalbanken stoppede for udstedelse af statsobligationer, og dermed reducerede likviditeten ganske betydeligt.

På virksomhedsobligationer havde afdelingen en højere risiko end benchmark, hvilket trak afkastet ned. Papirvalget var til gengæld positivt, og mere end opvejede dette.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank (Fed) nærmer sig enden på en lang periode med ekstreme lave renter. ECB har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på deres meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning, og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned, og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Danske realkreditobligationer var igen gennem første halvår 2015 afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor også have betydning for investorerens afkast. Andre risici inkluderer udviklingen i inflationen samt den generelle økonomiske udvikling i Danmark og Europa og ikke mindst usikkerheden omkring gældssituationen i Grækenland.

På virksomhedsobligationer forventer vi, at vi står overfor en periode med meget stor usikkerhed og potentielt store udsving i markedet, da likviditeten er forringet, da mange investorer holder sig afventende på sidelinjen. På kort sigt er der risiko for, at kreditspændene bliver udvidet yderligere, indtil

der er større klarhed om Grækenlands fremtid. Samtidig er risikoen for græsk exit fra euroen steget. Såfremt det ender med græsk exit fra euroen, er der risiko for, at det spreder sig til de andre sydeuropæiske lande, selvom ECB har vist vilje til at understøtte markederne i disse lande. Endelig kan der opstå fornyet uro som følge af, at der er valg i flere europæiske lande. En fortsat stigning i renterne vil også smitte af på markedet for virksomhedsobligationer og give meget lave eller negative afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

Vores vurdering er, at der er basis for et positivt, om end beskedent afkast på det europæiske marked for virksomhedsobligationer i den resterende del af 2015. Dette beror på vores forventning om uændrede kreditspænd.

Vi er fortsat positive på danske realkreditobligationer, specielt efter svækkelsen i første halvår. Vi vil derfor opretholde en stor andel af investeringerne i afdelingen i især konverterbare realkreditobligationer på bekostning af kreditobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Kommuner Europæiske Obligationer

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1.457	1.601
Kursgevinster og tab	-2.762	2.569
Administrationsomkostninger	-301	-275
Halvårets nettoresultat	-1.606	3.895

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	2.440	3.410
Obligationer	114.782	108.499
Afledte finansielle instrumenter	0	85
Andre aktiver	1.047	1.150
Aktiver i alt	118.270	113.145

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	118.206	113.112
Afledte finansielle instrumenter	14	1
Anden gæld	50	33
Passiver i alt	118.270	113.145

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	113.112	100.354
Udlodning fra sidste år	-3.427	-3.383
Emissioner i perioden	12.337	12.932
Indløsninger i perioden	-2.233	-799
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	23	23
Periodens resultat	-1.606	3.895
Medlemmernes formue ultimo	118.206	113.020

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1	95,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	97,1	96,0
Øvrige aktiver og passiver	2,9	4,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET

	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	118.206	113.020
Antal andele	1.100.801	1.012.461
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,38	111,63
Afkast i DKK [pct]*]	-1,27	3,80
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	-1,35	3,89
Acontoudlodning	1,20	1,50
Administrationsomk. [pct]*]	0,26	0,26
ÅOP	0,58	0,64

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

Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL



Afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på børser/markedspladser i Norge. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

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

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

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

Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 NOK.

RESULTATOPGØRELSE	9.6.-30.06.15
Kursgevinster og tab	-197
Administrationsomkostninger	-27
Halvårets nettoresultat	-224

BALANCE	30.06.15
AKTIVER	
Likvide midler	317
Kapitalandele	12.605
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1
Aktiver i alt	12.923

PASSIVER	
Medlemmernes formue 1]	12.879
Mellemværende vedr. handelsafvikling	17
Anden gæld	27
Passiver i alt	12.923

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	9.6.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	13.103
Periodens resultat	-224
Medlemmernes formue ultimo	12.879

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9
I alt finansielle instrumenter	97,9
Øvrige aktiver og passiver	2,1
I alt	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.NOK)	12.879

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

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på børser/markedspladser i Norge. Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på børser/markedspladser i Norge, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på norske 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 risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassens start den 9. juni har andelsklassen givet et negativt afkast på 1,71 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 1,84 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Markedet er faldet i andelsklassens korte levetid som følge af den geopolitiske usikkerhed i Grækenland.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,13 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afkastet er inden for det forventelige i andelsklassens korte levetid.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de europæiske aktiemarkeder er steget pænt i såvel de senere år som i indeværende halvår. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat relativt til øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Men situationen vil på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har modsat tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2015
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: Oslo Børs Fondindeks (OSEFX)
Fondskode: DK0060637643
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	26,3%
Energi	15,9%
Materialer	13,8%
Forbrugsgoder	11,5%
Industri	11,2%
Øvrige inkl. likvide	21,3%

NØGLETAL

Active share	32,22
--------------	-------

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

på aktiemarkedene i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkedene og dermed stigende kursudsving.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen.

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 NOK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	9.6.-30.06.15
Andel af resultat af fællesporteføljen	-197
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	-27
Klassens resultat	-224

MEDLEMMERNES FORMUE	9.6.-30.06.15
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i perioden	13.103
Periodens resultat	-224
Medlemmernes formue ultimo	12.879

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015
Medlemmernes formue (t.NOK)	12.879
Antal andele	13.103
Stykstørrelse i NOK	1.000
Indre værdi (NOK pr. andel)	982,92
Afkast i NOK (pct)*]	-1,71
Benchmarkafkast i NOK (pct)*]	-1,84
Administrationsomk. (pct)*]	0,50

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

Online Danske Obligationer Indeks

Investerer indeksbaseret i obligationer denomineret i danske kroner.

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et negativt afkast på 1,35 pct., mens benchmark faldt 1,20 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

Markedet

Det var et meget begivenhedsrigt halvår på det danske obligationsmarked. Året startede med, at Den Europæiske Centralbank annoncerede et meget stort opkøbsprogram af obligationer med det formål at bekæmpe deflation, presse renteniveauet ned og hermed kickstarte den europæiske vækst. Dette medførte valutauro og en styrkelse af den danske krone, hvorefter Nationalbanken ad fire omgange sænkede indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. Disse

tiltag bevirkede, at renterne i første kvartal faldt kraftigt. Rentefaldet blev dog hurtigt afløst af rentestigninger, drevet af positive vækstforventninger i USA og Europa, og ikke mindst forventninger om en aflivning af deflationsfrygten.

Renten på den toneangivende 10-årige statsobligation med udløb i 2025 endte således halvåret med en stigning på 0,18 procentpoint til 0,97 pct., efter at den i midten af februar ramte et historisk lavpunkt tæt på 0 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen har i første halvår 2015 givet et afkast lidt under benchmark, som afdelingen skal følge tæt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den overordnede udvikling i renteniveauet er en af de største risici for obligationsmarkederne i resten af 2015. Verdens centralbanker holder stadig de styrende renter på et ekstremt lavt niveau som konsekvens af både lav inflation og lav vækst. Der er dog tegn på, at den amerikanske centralbank nærmer sig enden på en lang periode med ekstremt lave renter.

Den Europæiske Centralbank har modsat signaleret, at man tidligst omkring 2017 vil ændre på den meget lempelige pengepolitik. En hurtigere bedring af de økonomiske udsigter vil dog kunne påvirke renterne i opadgående retning og derved påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en tilbagegang i økonomien igen presse renterne ned og derved påvirke afkastet i positiv retning.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de korte obligationsrenter generelt vil blive liggende på et lavt niveau i resten af 2015. Vi forventer dog, at Nationalbanken hen imod slutningen af året eller i starten af 2016 vil begynde at hæve indskudsbevisrenten i takt med, at det opadgående pres på kronen aftager. Vi forventer også, at renten på de længere obligationsrenter vil blive mødt med et svagt opadgående pres som følge af en bedring af de økonomiske vilkår i Europa.

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2009
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 5 år
Fondskode: DK0060175255
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	23,6%
1-3 år	19,2%
3-5 år	15,3%
5-10 år	18,1%
Over 10 år	23,2%
Øvrige inkl. likvide	0,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,71
Standardafvigelse	3,90
Tracking error	0,32
Information Ratio	-1,26
Sharpe Ratio (benchm.)	0,82
Standardafvigelse (benchm.)	3,88

Online Danske Obligationer Indeks

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

Online Danske Obligationer Indeks

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	166	171
Kursgevinster og tab	-326	339
Administrationsomkostninger	-15	-17
Halvårets nettoresultat	-175	494

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	39	19
Obligationer	13.619	12.960
Andre aktiver	188	62
Aktiver i alt	13.845	13.041
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	13.843	13.039
Anden gæld	3	2
Passiver i alt	13.845	13.041

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	13.039	12.963
Udlodning fra sidste år	-385	-181
Emissioner i perioden	1.362	917
Indløsninger i perioden	0	-1.609
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1	2
Periodens resultat	-175	494
Medlemmernes formue ultimo	13.843	12.587

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	99,4
I alt finansielle instrumenter	98,4	99,4
Øvrige aktiver og passiver	1,6	0,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.843	12.587
Antal andele	136.307	123.156
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,56	102,20
Afkast i DKK (pct)*]	-1,35	3,95
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	-1,20	4,07
Administrationsomk. (pct)*]	0,12	0,13
ÅOP	0,26	0,26

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

Online Global Indeks

Investorerer indeksbaseret i henhold til Morgan Stanleys World Index for globale aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

Risikoprofil

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

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 10,47 pct., mens benchmark steg 11,66 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuero og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte betydelige udsving i løbet af 2. kvartal 2015.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret et afkast næsten på linje med markedet - primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarkedet, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,19 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2009
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060175339
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	55,7%
Japan	8,7%
Storbritannien	6,8%
Schweiz	4,1%
Frankrig	3,8%
Øvrige inkl. likvide	20,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,58
Standardafvigelse	8,66
Tracking error	0,69
Information Ratio	-0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	1,54
Standardafvigelse (benchm.)	8,94
Active share	25,96

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Online Global Indeks

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for markederne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet

Online Global Indeks

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	901	632
Kursgevinster og tab	4.185	1.706
Administrationsomkostninger	-93	-58
Resultat før skat	4.993	2.280
Rente- og udbytteskat	-91	-51
Halvårets nettoresultat	4.902	2.229

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	697	564
Kapitalandele	60.498	42.024
Andre aktiver	130	71
Aktiver i alt	61.325	42.658
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	61.308	42.650
Anden gæld	16	9
Passiver i alt	61.325	42.658

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	42.650	34.518
Udlodning fra sidste år	-2.683	-1.836
Emissioner i perioden	16.391	5.954
Indløsninger i perioden	0	-7.287
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	48	36
Periodens resultat	4.902	2.229
Medlemmernes formue ultimo	61.308	33.614

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	98,5
I alt finansielle instrumenter	98,7	98,5
Øvrige aktiver og passiver	1,3	1,5
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	61.308	33.614
Antal andele	276.766	179.307
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi [DKK pr. andel]	221,52	187,47
Afkast i DKK [pct]*]	10,47	6,90
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	11,66	6,79
Administrationsomk. [pct]*]	0,16	0,17
ÅOP	0,40	0,40

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

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A
- PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class I

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

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

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

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	15.846	13.260
Kursgevinster og tab	70.726	28.178
Administrationsomkostninger	-1.858	-1.314
Resultat før skat	84.714	40.125
Rente- og udbytteskat	-742	-628
Halvårets nettoresultat	83.972	39.497

BALANCE

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	4.949	2.021
Kapitalandele	779.937	686.260
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.614	0
Andre aktiver	833	490
Aktiver i alt	787.333	688.772
PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	786.728	688.099
Anden gæld	605	673
Passiver i alt	787.333	688.772

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	688.099	555.028
Emissioner i perioden	16.997	23.263
Indløsninger i perioden	-2.340	0
Periodens resultat	83.972	39.497
Medlemmernes formue ultimo	786.728	617.788

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	30.06.15	31.12.14
Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	99,7
I alt finansielle instrumenter	99,1	99,7
Øvrige aktiver og passiver	0,9	0,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	786.728	617.788

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

PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Investorerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmar- kederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udvik- lingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklas- sen 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, 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 risikoindekset er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i halv- årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et afkast 9,15 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 9,74 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men be- herskede afkast bl.a. på grund af renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret

et afkast næsten på linje med markedet – primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til ind- tjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale mar- ked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante struk- turreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende ind- tjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,59 procentpoint lavere end æn- dringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udvik- ling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligati- onsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske central- bank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske ak- tiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forvente- de indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske re- gering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for marke-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2013
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: 50% MSCI World, 20% SIX PRX, 20% VINXBCCAP og 10% MSCI EM inkl nettoudbytter
Fondskode: DK0060476455
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske aktier	4,9%
Udenlandske akt.	94,4%
Øvrige inkl. likvide	0,7%

NØGLETAL

Active share	21,38
--------------	-------

PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

derne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	52.137	23.880
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-1.394	-994
Klassens resultat	50.743	22.886

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	418.806	319.595
Emissioner i perioden	16.997	23.263
Indløsninger i perioden	-2.340	0
Periodens resultat	50.743	22.886
Medlemmernes formue ultimo	484.207	365.744

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	484.207	365.744
Antal andele	4.075.609	3.674.273
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	147,24	122,21
Afkast i SEK (pct)*]	9,15	10,52
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	9,74	10,82
Administrationsomk. (pct)*]	0,35	0,34

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

PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod 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 gav et afkast 9,44 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 9,74 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positive, men beherskede afkast bl.a. på grund af renteuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 11,70 pct. i første halvår 2015. Amerikanske aktier har i første halvår leveret

et afkast næsten på linje med markedet – primært drevet af en stærk dollar. Det amerikanske aktiemarked havde for første gang i adskillige år en svag udvikling drevet af en høj prisfastsættelse og mindre positive forventninger til indtjeningsudviklingen. Det modsatte gjorde sig gældende for Europa, der gjorde det en smule bedre end det globale marked understøttet af stigende økonomisk aktivitet, stigende konkurrenceevne for eksporterhvervene og en attraktiv prisfastsættelse i forhold til andre aktiemarkeder. Japan leverede det højeste afkast af de tre regioner. Den japanske regering ledet af Shinzo Abe har fortsat understøttelsen af den økonomiske aktivitet kombineret med relevante strukturreformer. De nye markeder gav et afkast på linje med det globale aktiemarked, men oplevede en svagt skuffende indtjeningsudvikling på tværs af regioner.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,30 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den underliggende økonomiske vækst i amerikansk og europæisk økonomi er fortsat understøttet af lave obligationsrenter, men tidspunktet, hvor den amerikanske centralbank (Fed) reverserer de seneste års lempelige pengepolitik, nærmer sig. En uheldig timing af renteforhøjelsen eller et fald i den økonomiske vækst vil påvirke såvel det globale som det europæiske aktiemarked negativt.

Prisfastsættelsen af de amerikanske og europæiske aktiemarkeder er steget pænt de senere år. Det europæiske aktiemarked er attraktivt prisfastsat set i forhold til de øvrige aktiemarkeder baseret på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling. Reduceres eller udebliver den forventede indtjeningsudvikling, eksempelvis som følge af en negativ økonomisk eller geopolitisk udvikling, forøges usikkerheden.

Den fastlåste situation mellem Europa og den græske regering i forhandlingerne om økonomisk og finansiel støtte til den græske økonomi er en usikkerhedsfaktor for marke-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: 50% MSCI World, 20% SIX PRX, 20% VINXBCCAP og 10% MSCI EM inkl nettoudbytter
Fondskode: DK0060476372
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske aktier	4,9%
Udenlandske akt.	94,4%
Øvrige inkl. likvide	0,7%

NØGLETAL

Active share	21,38
--------------	-------

Måleperiode: til jun. 2015

PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

derne. Den finansielle sektors kapitalisering er væsentligt forbedret, og den økonomiske betydning af græsk økonomi i et europæisk perspektiv er begrænset. Situationen vil dog på kort sigt øge usikkerheden på de finansielle markeder og få en afsmittende effekt på de sydeuropæiske rente- og aktiemarkeder. Den Europæiske Centralbank har på den anden side tilkendegivet, at man har alle forhåndenværende værktøjer parat og er villig til at anvende disse, såfremt der måtte være behov for det.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed stigende kursudsving.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

PP Pension Aktieallokeringsfond – Acc. Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	33.290	16.661
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-61	-50
Klassens resultat	33.229	16.611

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	269.292	235.433
Periodens resultat	33.229	16.611
Medlemmernes formue ultimo	302.521	252.044

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	302.521	252.044
Antal andele	2.503.347	2.503.347
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	149,77	123,61
Afkast i SEK [pct]*]	9,44	10,80
Benchmarkafkast i SEK [pct]*]	9,74	10,82
Administrationsomk. [pct]*]	0,08	0,07

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

Us High Yield Bonds

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investe-ringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« 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.

Riskoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,47 pct., mens benchmark steg 2,06 pct. Afdelingen har indfriet vores forventninger om positive afkast, hvilket primært skyldes, at energisektoren kom godt igen i perioden.

Markedet

Afdelingens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2015.

Rentefald på amerikanske statsobligationer, stor købsinteresse kombineret med et lavt antal nyudstedelser og vedvarende efterspørgsel efter obligationer fra energisektoren skabte kursstigninger i første kvartal. I andet kvartal svandt nogle af de tekniske faktorer, der løftede udviklingen for high yield-obligationerne i første kvartal. Særligt sås en stigning i antallet af nyudstedelser, og en række måneder med frasalg førte i andet kvartal til, at afkastet faldt til tæt på kuponrenten. Samtidig har obligationer fra energisektoren leveret et stort bidrag til resultatet for første halvår, og gevinsterne er realiseret i obligationer af højere kvalitet med Ba B-kreditvurdering, mens obligationer fra energisektoren med en Caa-kreditvurdering har ligget markant efter. Særligt har obligationer fra udstedere inden for metal- og minedrift været den svageste sektor i 2015.

Købsinteressen for high yield-obligationer har i første halvår været på niveau med samme periode sidste år. Efter en langsom start på året steg mængden af nyudstedelser markant i februar, blandt andet grundet high yield-markedets næststørste udstedelse nogensinde, Valeant Pharmaceuticals. Derefter faldt de primære udstedelser dog i andet kvartal og aftog markant i juni. Misligholdelsesraten lå forholdsvist pænt ved årets begyndelse, og hvis man ser bort fra de forventede misligholdelser fra TXU og Caesars, ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct., og det samlede misligholdelsesbeløb er det laveste siden 2007.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,41 procentpoint højere end stigningen i benchmark.

Varighedseffekten påvirkede det relative resultat positivt. Mens afdelingen har en samlet rentefølsomhed på niveau med benchmark, er den overvægtet i korte løbetider i forhold

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2009
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged DKK
Fondskode: DK0060178275
Porteføljeraðgiver: DDJ Capital Management, LLC

VARIGHEDER

0-1 år	5,8%
1-3 år	12,3%
3-5 år	66,4%
5-10 år	11,7%
Øvrige inkl. likvide	3,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,80
Standardafvigelse	7,09
Tracking error	2,19
Information Ratio	-0,71
Sharpe Ratio (benchm.)	1,23
Standardafvigelse (benchm.)	5,80

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

Us High Yield Bonds

til benchmark. Disse kortere obligationer klarede sig bedre end markedet grundet kursstigninger på korte amerikanske statsobligationer, mens de lange og mellemlange løbetider oplevede kursfald i første halvår 2015.

Afdelingens undervægt af Ba-obligationer bidrog negativt til det relative resultat, mens overvægten af B-obligationer bidrog positivt. Papirvalget inden for Ba-obligationer gav et mindre positivt bidrag, mens det for obligationer med en B-kreditvurdering var negativt. I modsætning til benchmark indeholder afdelingen papirer med Caa-obligationer. Disse papirer klarede sig pænt i perioden og bidrog til det relative resultat. Afdelingen nød også godt af overvægten af energisektoren og undervægten af kommunikationssektoren. Modsat klarede afdelingens papirer inden for basisindustri sig dårligere end benchmark og trak fra i det relative resultat. Dog blev dette opvejet af et positivt bidrag til det relative afkast fra afdelingens investeringer inden for energi, industri og cyklisk forbrug. Endelig gav kontantbeholdningen et negativt bidrag til det relative resultat i første halvår.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingens positioner og de særlige risici, der er forbundet med disse, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, afdelingen investerer i. Afdelingen fastholder dog større overvægtede positioner i forhold til benchmark, blandt andet i Caa-obligationer samt udstedelser inden for energi samt metal- og minedrift.

Omvendt har afdelingen dog markant undervægtede positioner i Ba-obligationer samt udstedelser fra kommunikationssektoren og cyklisk forbrug. Denne positionering i forhold til benchmark er en følgevirkning af vores fokus på enkelt-papirer, men den udsætter ikke desto mindre afdelingen for risikoen for dårlige resultater i visse situationer.

Afdelingen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed.

Mens den økonomiske aktivitet i 2015 hidtil ikke har levet op til forventningerne, er der sket en tilstrækkelig bedring i arbejdsmarkedet til, at markedsdeltagerne er begyndt at tro på, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten i andet halvår 2015. Hvis der ikke sker en bedring i den økonomiske aktivitet, eller arbejdsmarkedet svækkes, kan det medføre, at Fed udskyder sin første renteforhøjelse, og at de amerikanske statsrenter falder fra det nuværende niveau.

Med afdelingens undervægtning af Ba-obligationer, som er mest rentefølsomme, og overvægtning af Caa-obligationer og energisektoren i forhold til benchmark, vil afdelingen klare sig dårligere end benchmark, hvis renterne falder yderligere. Samtidig oplever en række udstedere inden for energi samt

metal- og minedrift faldende resultater som følge af den seneste tids tilbagegang på råvaremarkederne. Således er der en risiko for et stigende antal misligholdelser. Vi mener dog, at en eventuel stigning i misligholdelser vil være begrænset til disse sektorer og ikke nødvendigvis vil føre til en større bølge af misligholdelser på high yield-markedet.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer fortsat, at det er vigtigt med en forsigtig og disciplineret investeringstilgang for at få det bedste ud af de nuværende markedsforhold, hvor man nøje afvejer gevinstpotentialet i forhold til risikoen. Vi foretrækker altid obligationer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. Under de nuværende markedsforhold mener vi dog, at det er bedst at investere en del af afdelingen forholdsvist konservativt.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte i andet halvår 2015. Mens mange af high yield-markedets segmenter har genvundet nogle af de kursfald, der skete i andet halvår 2014, er der fortsat en lang række eksempler på, at obligationskurserne særligt inden for energi samt metal- og minedrift er under pres og handles på endda meget lave niveauer. Vi har dog fortsat tillid til det langsigtede potentiale for disse obligationer.

Inden for råvaresektorerne bidrager bekymringen om stigende renter og begrænset likviditet i disse obligationer yderligere til usikkerheden. Med hensyn til den faldende likviditet blev bankerne, da olieprisen faldt kraftigt i andet halvår 2014, forbeholdne over for at sikre likviditet i en række high yield-obligationer udstedt af energisektoren. Det skabte markant lavere likviditet for markedsdeltagerne og lagde yderligere pres på kurserne. I lyset af de nuværende tilsynsmæssige rammer forventer vi, at manglende likviditet fortsat vil skabe usikkerhed i markedet.

Selvom afdelinger med high yield-obligationer hidtil har oplevet en nettotilgang i 2015, kan situationen i lyset af den øgede risiko for renteforhøjelser hurtigt vende til et frasal, hvilket vil lægge pres på obligationskurserne. Med markedets øgede sensitivitet over for rentestigninger og den markedsvolatilitet det i sidste ende medfører, venter vi, at udviklingen i andet halvår primært vil være styret af løbende kuponrente og i mindre grad af kursstigninger.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end udviklingen i de forskellige obligationsmarkeder – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

US High Yield Bonds

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	93.505	115.929
Kursgevinster og tab	-15.693	74.918
Administrationsomkostninger	-17.404	-23.990
Halvårets nettoresultat	60.408	166.857

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	135.587	98.868
Obligationer	2.629.688	2.952.412
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.721	0
Afledte finansielle instrumenter	2	5.150
Andre aktiver	46.684	55.572
Aktiver i alt	2.813.682	3.112.002

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	2.752.320	3.028.335
Afledte finansielle instrumenter	30.885	60.385
Mellemværende vedr. handelsafvikling	27.542	21.687
Anden gæld	2.935	1.595
Passiver i alt	2.813.682	3.112.002

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.028.335	3.544.392
Udlodning fra sidste år	0	-335.452
Emissioner i perioden	144.924	508.151
Indløsninger i perioden	-483.384	-10.869
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.037	1.437
Periodens resultat	60.408	166.857
Medlemmernes formue ultimo	2.752.320	3.874.516

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	60,4	65,1
§ 144a - nyemitterede	34,0	31,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	-0,6
I alt finansielle instrumenter	94,4	95,7
Øvrige aktiver og passiver	5,6	4,3
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.752.320	3.874.516
Antal andele	250.246	339.043
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000
Indre værdi (DKK pr. andel)	10.998,46	11.427,80
Afkast i DKK (pct)*]	2,47	4,66
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	2,06	5,22
Administrationsomk. (pct)*]	0,65	0,64
ÅOP	1,49	1,63

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

US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- US High Yield Bonds - Akkumulerende Klasse DKK W h
- US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- US High Yield Bonds, klass SEK W h

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

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

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

US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	37.345	25.357
Kursgevinster og tab	2.724	14.369
Administrationsomkostninger	-7.232	-5.373
Halvårets nettoresultat	32.836	34.354

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	51.639	74.894
Obligationer	1.083.644	1.070.982
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.948	1.717
Afledte finansielle instrumenter	10	1.491
Andre aktiver	18.901	18.671
Aktiver i alt	1.157.143	1.167.756

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	1.148.414	1.121.203
Afledte finansielle instrumenter	4.297	37.828
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.214	8.049
Anden gæld	1.218	676
Passiver i alt	1.157.143	1.167.756

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	1.121.203	638.417
Emissioner i perioden	27.672	272.505
Indløsninger i perioden	-33.690	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	393	1.567
Periodens resultat	32.836	34.354
Medlemmernes formue ultimo	1.148.414	946.844

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	62,3	57,7
§ 144a - nyemitterede	30,7	33,9
Øvrige finansielle instrumenter	1,0	0,6
I alt finansielle instrumenter	94,0	92,3
Øvrige aktiver og passiver	6,0	7,7
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.148.414	946.844

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

US High Yield Bonds, klass SEK Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

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

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,64 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 2,43 pct. målt i SEK. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om positive afkast, hvilket primært skyldes, at energisektoren kom godt igen i perioden.

Markedet

Andelsklassens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2015. Rentefald på amerikanske statsobligationer, stor købsinteresse kombineret med et lavt antal nyudstedelser og vedvarende efterspørgsel efter obligationer fra energisektoren skabte kursstigninger i første kvartal.

I andet kvartal svandt nogle af de tekniske faktorer, der løftede udviklingen for high yield-obligationerne i første kvartal. Særligt sås en stigning i antallet af nyudstedelser, og en række måneder med frasalg førte i andet kvartal til, at afkastet faldt til tæt på kuponrenten. Samtidig har obligationer fra energisektoren leveret et stort bidrag til resultatet for første halvår, og gevinsterne er realiseret i obligationer af højere kvalitet med Ba B kreditvurdering, mens obligationer fra energisektoren med en Caa kreditvurdering har ligget markant efter. Særligt har obligationer fra udstedere inden for metal- og minedrift været den svageste sektor i 2015.

Købsinteressen for high yield-obligationer har i første halvår været på niveau med samme periode sidste år. Efter en langsom start på året steg mængden af nyudstedelser markant i februar, bl.a. på grund af high yield-markedets næststørste udstedelse nogensinde (Valeant Pharmaceuticals). Derefter faldt de primære udstedelser dog i andet kvartal og aftog markant i juni. Misligholdelsesraten lå forholdsvist pænt ved årets begyndelse, og hvis man ser bort fra de forventede misligholdelser fra TXU og Caesars, ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct., og det samlede misligholdelsesbeløb er det laveste siden 2007.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,21 procentpoint højere end stigningen i benchmark.

Varighedseffekten påvirkede det relative resultat positivt. Mens andelsklassen har en samlet rentefølsomhed på niveau med benchmark, er den overvægtet i korte løbetider i forhold til benchmark. Disse kortere obligationer klarede sig bedre end markedet på grund af kursstigninger på korte amerikanske statsobligationer, mens de lange og mellem-lange løbetider oplevede kursfald i første halvår 2015.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged SEK
Fondskode: DK0060507358
Porteføljeraðgiver: DDJ Capital Management, LLC

VARIGHEDER

0-1 år	2,9%
1-3 år	13,3%
3-5 år	66,2%
5-10 år	13,7%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

US High Yield Bonds, klass SEK Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Andelsklassens undervægt af Ba-obligationer bidrog negativt til det relative resultat, mens overvægten af B-obligationer bidrog positivt. Papirvalget inden for Ba-obligationer gav et mindre, positivt bidrag, mens det for obligationer med en B-kreditvurdering var negativt. I modsætning til benchmark indeholder andelsklassen papirer med Caa-obligationer. Disse papirer klarede sig pænt i perioden og bidrog til det relative resultat. Andelsklassen nød også godt af overvægten af energisektoren og undervægten af kommunikationssektoren. Modsat klarede andelsklassens papirer inden for basisindustri sig dårligere end benchmark og trak fra i det relative resultat. Dog blev dette opvejet af et positivt bidrag til det relative afkast fra andelsklassens investeringer inden for energi, industri og cyklisk forbrug. Endelig gav kontantbeholdningen et negativt bidrag til det relative resultat i første halvår.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens positioner og de særlige risici, der er forbundet med disse, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Andelsklassen fastholder dog større overvægtede positioner i forhold til benchmark, bl.a. i Caa-obligationer samt udstedelser inden for energi samt metal- og minedrift. Omvendt har andelsklassen dog markant undervægtede positioner i Ba-obligationer samt udstedelser fra kommunikationssektoren og cyklisk forbrug. Denne positionering i forhold til benchmark er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men den udsætter ikke desto mindre andelsklassen for risikoen for dårlige resultater i visse situationer.

Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvis højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed.

Mens den økonomiske aktivitet i 2015 hidtil ikke har levet op til forventningerne, er der sket en tilstrækkelig bedring i arbejdsmarkedet til, at markedsdeltagerne er begyndt at tro på, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten i andet halvår 2015. Hvis der ikke sker en bedring i den økonomiske aktivitet, eller arbejdsmarkedet svækkes, kan det medføre, at Fed udskyder sin første renteforhøjelse, og at de amerikanske statsrenter falder fra det nuværende niveau.

Med andelsklassens undervægtning af Ba-obligationer, som er mest rentefølsomme, og overvægtning af Caa-obligationer og til energisektoren i forhold til benchmark vil andelsklassen klare sig dårligere end benchmark, hvis renterne falder yderligere. Samtidig oplever en række udstedere inden for energi samt metal- og minedrift faldende resultater som følge af den seneste tids tilbagegang på råvaremarkederne. Således er der en risiko for et stigende antal misligholdelser. Vi mener dog, at en eventuel stigning i misligholdelser vil være begrænset til disse sektorer og ikke nødvendigvis vil føre til en større bølge af misligholdelser på high yield-markedet.

Forventninger til markedet samt strategi for 2015

Vi vurderer fortsat, at det er vigtigt med en forsigtig og disciplineret investeringstilgang, for at få det bedste ud af de nuværende markedsforhold, hvor man nøje afvejer gevinstpotentialet i forhold til risikoen. Vi foretrækker altid obligationer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. Under de nuværende markedsforhold mener vi dog, at det er bedst at investere en del af andelsklassen forholdsvis konservativt.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte i andet halvår 2015. Mens mange af high yield-markedets segmenter har genvundet nogle af de kursfald, der skete i andet halvår 2014, er der fortsat en lang række eksempler på, at obligationskurserne særligt inden for energi samt metal- og minedrift er under pres og handles på endda meget lave niveauer. Vi har dog fortsat tillid til det langsigtede potentiale for disse obligationer.

Inden for råvaresektorerne bidrager bekymringen om stigende renter og begrænset likviditet i disse obligationer yderligere til usikkerheden. Med hensyn til den faldende likviditet blev bankerne, da olieprisen faldt kraftigt i andet halvår 2014, forbeholdne over for at sikre likviditet i en række high yield-obligationer udstedt af energisektoren. Det skabte markant lavere likviditet for markedsdeltagerne og lagde yderligere pres på kurserne. I lyset af de nuværende tilsynsmæssige rammer forventer vi, at manglende likviditet fortsat vil skabe usikkerhed i markedet.

Selvom andelsklasser med high yield-obligationer hidtil har oplevet en nettotilgang i 2015, kan situationen i lyset af den øgede risiko for renteforhøjelser hurtigt vende til et frasal, hvilket vil lægge pres på obligationskurserne. Med markedets øgede sensitivitet over for rentestigninger og den markedsvolatilitet det i sidste ende medfører, forventer vi, at udviklingen i andet halvår primært vil være styret af løbende kuponrente og i mindre grad af kursstigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

US High Yield Bonds, klass SEK Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.720	1.535
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	8.819	-901
Administrationsomkostninger	-1.404	-217
Klassens resultat	11.134	418

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	204.927	27.780
Emissioner i perioden	12.010	12.300
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	79	80
Periodens resultat	11.134	418
Medlemmernes formue ultimo	228.150	40.578

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	228.150	40.578
Antal andele	2.660.203	460.069
Stykstørrelse i SEK	100	100
Indre værdi (SEK pr. andel)	106,29	108,29
Afkast i SEK (pct)*]	2,64	5,15
Benchmarkafkast i SEK (pct)*]	2,43	5,71
Administrationsomk. (pct)*]	0,65	0,65

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

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Investerer primært i amerikanske high yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2015« 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

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,70 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 2,41 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast er tilfredsstillende. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om positive afkast, hvilket primært skyldes, at energisektoren kom godt igen i perioden.

Markedet

Andelsklassens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2015. Rentefald på amerikanske statsobligationer, stor købsinteresse kombineret med et lavt antal nyudstedelser og vedvarende efterspørgsel efter obligationer fra energisektoren skabte kursstigninger i første kvartal. I andet kvartal svandt nogle af de tekniske faktorer, der løftede udviklingen for high yield-obligationerne i første kvartal. Særligt sås en stigning i antallet af nyudstedelser, og en række måneder med frasalg førte i andet kvartal til, at afkastet faldt til tæt på kuponrenten. Samtidig har obligationer fra energisektoren leveret et stort bidrag til resultatet for første halvår, og gevinsterne er realiseret i obligationer af højere kvalitet med Ba B kreditvurdering, mens obligationer fra energisektoren med en Caa kreditvurdering har ligget markant efter. Særligt har obligationer fra udstedere inden for metal- og minedrift været den svageste sektor i 2015.

Købsinteressen for high yield-obligationer har i første halvår været på niveau med samme periode sidste år. Efter en langsom start på året steg mængden af nyudstedelser markant i februar, bl.a. på grund af high yield-markedets næststørste udstedelse nogensinde (Valeant Pharmaceuticals). Derefter faldt de primære udstedelser dog i andet kvartal og aftog markant i juni. Misligholdelsesraten lå forholdsvist pænt ved årets begyndelse, og hvis man ser bort fra de forventede misligholdelser fra TXU og Caesars, ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct., og det samlede misligholdelsesbeløb er det laveste siden 2007.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,29 procentpoint højere end stigningen i benchmark.

Varighedseffekten påvirkede det relative resultat positivt. Mens andelsklassen har en samlet rentefølsomhed på niveau med benchmark, er den overvægtet i korte løbetider i forhold til benchmark. Disse kortere obligationer klarede sig bedre end markedet på grund af kursstigninger på korte amerikanske statsobligationer, mens de lange og mellem-lange løbetider oplevede kursfald i første halvår 2015.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged EUR
Fondskode: DK0060507275
Porteføljeraðgiver: DDJ Capital Management, LLC

VARIGHEDER

0-1 år	2,9%
1-3 år	13,2%
3-5 år	66,0%
5-10 år	13,7%
Øvrige inkl. likvide	4,2%

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Andelsklassens undervægt af Ba-obligationer bidrog negativt til det relative resultat, mens overvægten af B-obligationer bidrog positivt. Papirvalget inden for Ba-obligationer gav et mindre, positivt bidrag, mens det for obligationer med en B-kreditvurdering var negativt. I modsætning til benchmark indeholder andelsklassen papirer med Caa-obligationer.

Disse papirer klarede sig pænt i perioden og bidrog til det relative resultat. Andelsklassen nød også godt af overvægten af energisektoren og undervægten af kommunikationssektoren. Modsat klarede andelsklassens papirer inden for basisindustri sig dårligere end benchmark og trak fra i det relative resultat. Dog blev dette opvejet af et positivt bidrag til det relative afkast fra andelsklassens investeringer inden for energi, industri og cyklisk forbrug. Endelig gav kontantbeholdningen et negativt bidrag til det relative resultat i første halvår.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens positioner og de særlige risici, der er forbundet med disse, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Andelsklassen fastholder dog større overvægtede positioner i forhold til benchmark, bl.a. i Caa-obligationer samt udstedelser inden for energi samt metal- og minedrift. Omvendt har andelsklassen dog markant undervægtede positioner i Ba-obligationer samt udstedelser fra kommunikationssektoren og cyklisk forbrug. Denne positionering i forhold til benchmark er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men den udsætter ikke desto mindre andelsklassen for risikoen for dårlige resultater i visse situationer. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed.

Mens den økonomiske aktivitet i 2015 hidtil ikke har levet op til forventningerne, er der sket en tilstrækkelig bedring i arbejdsmarkedet til, at markedsdeltagerne er begyndt at tro på, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten i andet halvår 2015. Hvis der ikke sker en bedring i den økonomiske aktivitet, eller arbejdsmarkedet svækkes, kan det medføre, at Fed udskyder sin første renteforhøjelse, og at de amerikanske statsrenter falder fra det nuværende niveau.

Med andelsklassens undervægtning af Ba-obligationer, som er mest rentefølsomme, og overvægtning af Caa-obligationer og til energisektoren i forhold til benchmark vil andelsklassen klare sig dårligere end benchmark, hvis renterne falder yderligere. Samtidig oplever en række udstedere inden for energi samt metal- og minedrift faldende resultater som følge af den seneste tids tilbagegang på råvaremarkederne. Såle-

des er der en risiko for et stigende antal misligholdelser. Vi mener dog, at en eventuel stigning i misligholdelser vil være begrænset til disse sektorer og ikke nødvendigvis vil føre til en større bølge af misligholdelser på high yield-markedet.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer fortsat, at det er vigtigt med en forsigtig og disciplineret investeringstilgang, for at få det bedste ud af de nuværende markedsforhold, hvor man nøje afvejer gevinstpotentialet i forhold til risikoen. Vi foretrækker altid obligationer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. Under de nuværende markedsforhold mener vi dog, at det er bedst at investere en del af andelsklassen forholdsvist konservativt.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte i andet halvår 2015. Mens mange af high yield-markedets segmenter har genvundet nogle af de kursfald, der skete i andet halvår 2014, er der fortsat en lang række eksempler på, at obligationskurserne særligt inden for energi samt metal- og minedrift er under pres og handles på endda meget lave niveauer. Vi har dog fortsat tillid til det langsigtede potentiale for disse obligationer.

Inden for råvaresektorerne bidrager bekymringen om stigende renter og begrænset likviditet i disse obligationer yderligere til usikkerheden. Med hensyn til den faldende likviditet blev bankerne, da olieprisen faldt kraftigt i andet halvår 2014, forbeholdne over for at sikre likviditet i en række high yield-obligationer udstedt af energisektoren. Det skabte markant lavere likviditet for markedsdeltagerne og lagde yderligere pres på kurserne. I lyset af de nuværende tilsynsmæssige rammer forventer vi, at manglende likviditet fortsat vil skabe usikkerhed i markedet.

Selvom andelsklasser med high yield-obligationer hidtil har oplevet en nettotilgang i 2015, kan situationen i lyset af den øgede risiko for renteforhøjelser hurtigt vende til et frasal, hvilket vil lægge pres på obligationskurserne. Med markedets øgede sensitivitet over for rentestigninger og den markedsvolatilitet det i sidste ende medfører, forventer vi, at udviklingen i andet halvår primært vil være styret af løbende kuponrente og i mindre grad af kursstigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	6.304	8.777
Klassespecifikke transaktioner:		
Kursgevinster og tab på terminsforretninger	1.442	103
Administrationsomkostninger	-1.505	-1.335
Klassens resultat	6.241	7.545

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	257.302	38.321
Emissioner i perioden	736	244.009
Indløsninger i perioden	-33.325	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	220	1.382
Periodens resultat	6.241	7.545
Medlemmernes formue ultimo	231.173	291.258

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	231.173	291.258
Antal andele	2.939.013	3.630.345
Stykstørrelse i EUR	10	10
Indre værdi (EUR pr. andel)	10,54	10,76
Afkast i EUR (pct)*]	2,70	4,75
Benchmarkafkast i EUR (pct)*]	2,41	5,39
Administrationsomk. (pct)*]	0,65	0,65

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

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

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

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

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i første halvår 2015 et afkast på 2,38 pct., mens benchmark steg 2,06 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om positive afkast, hvilket primært skyldes, at energisektoren kom godt igen i perioden.

Markedet

Andelsklassens high yield-obligationer gav et positivt afkast i første halvår 2015. Rentefald på amerikanske statsobligationer, stor købsinteresse kombineret med et lavt antal nyudstedelser og vedvarende efterspørgsel efter obligationer fra energisektoren skabte kursstigninger i første kvartal. I andet kvartal svandt nogle af de tekniske faktorer, der løftede udviklingen for high yield-obligationerne i første kvartal. Særligt sås en stigning i antallet af nyudstedelser, og en række måneder med frasalgsførte i andet kvartal til, at afkastet faldt til tæt på kuponrenten. Samtidig har obligationer fra energisektoren leveret et stort bidrag til resultatet for første halvår, og gevinsterne er realiseret i obligationer af højere kvalitet med Ba B kreditvurdering, mens obligationer fra energisektoren med en Caa kreditvurdering har ligget markant efter. Særligt har obligationer fra udstedere inden for metal- og minedrift været den svageste sektor i 2015.

Købsinteressen for high yield-obligationer har i første halvår været på niveau med samme periode sidste år. Efter en langsom start på året steg mængden af nyudstedelser markant i februar, bl.a. på grund af high yield-markedets næststørste udstedelse nogensinde (Valeant Pharmaceuticals). Derefter faldt de primære udstedelser dog i andet kvartal og aftog markant i juni. Misligholdelsesraten lå forholdsvist pænt ved årets begyndelse, og hvis man ser bort fra de forventede misligholdelser fra TXU og Caesars, ligger misligholdelsesraten for high yield-obligationer på under 2 pct., og det samlede misligholdelsesbeløb er det laveste siden 2007.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,32 procentpoint højere end stigningen i benchmark.

Varighedseffekten påvirkede det relative resultat positivt. Mens andelsklassen har en samlet rentefølsomhed på niveau med benchmark, er den overvægtet i korte løbetider i forhold til benchmark. Disse kortere obligationer klarede sig bedre end markedet på grund af kursstigninger på korte amerikanske statsobligationer, mens de lange og mellem-lange løbetider oplevede kursfald i første halvår 2015.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged DKK
Fondskode: DK0060507192
Porteføljeraðgiver: DDJ Capital Management, LLC

VARIGHEDER

0-1 år	2,9%
1-3 år	13,2%
3-5 år	66,0%
5-10 år	13,7%
Øvrige inkl. likvide	4,2%

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Andelsklassens undervægt af Ba-obligationer bidrog negativt til det relative resultat, mens overvægten af B-obligationer bidrog positivt. Papirvalget inden for Ba-obligationer gav et mindre, positivt bidrag, mens det for obligationer med en B-kreditvurdering var negativt. I modsætning til benchmark indeholder andelsklassen papirer med Caa-obligationer. Disse papirer klarede sig pænt i perioden og bidrog til det relative resultat. Andelsklassen nød også godt af overvægten af energisektoren og undervægten af kommunikationssektoren. Modsat klarede andelsklassens papirer inden for basisindustri sig dårligere end benchmark og trak fra i det relative resultat. Dog blev dette opvejet af et positivt bidrag til det relative afkast fra andelsklassens investeringer inden for energi, industri og cyklisk forbrug. Endelig gav kontantbeholdningen et negativt bidrag til det relative resultat i første halvår.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens positioner og de særlige risici, der er forbundet med disse, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Andelsklassen fastholder dog større overvægtede positioner i forhold til benchmark, bl.a. i Caa-obligationer samt udstedelser inden for energi samt metal- og minedrift. Omvendt har andelsklassen dog markant undervægtede positioner i Ba-obligationer samt udstedelser fra kommunikationssektoren og cyklisk forbrug. Denne positionering i forhold til benchmark er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men den udsætter ikke desto mindre andelsklassen for risikoen for dårlige resultater i visse situationer. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed.

Mens den økonomiske aktivitet i 2015 hidtil ikke har levet op til forventningerne, er der sket en tilstrækkelig bedring i arbejdsmarkedet til, at markedsdeltagerne er begyndt at tro på, at den amerikanske centralbank (Fed) begynder at hæve renten i andet halvår 2015. Hvis der ikke sker en bedring i den økonomiske aktivitet, eller arbejdsmarkedet svækkes, kan det medføre, at Fed udskyder sin første renteforhøjelse, og at de amerikanske statsrenter falder fra det nuværende niveau. Med andelsklassens undervægtning af Ba-obligationer, som er mest rentefølsomme, og overvægtning af Caa-obligationer og til energisektoren i forhold til benchmark vil andelsklassen klare sig dårligere end benchmark, hvis renterne falder yderligere. Samtidig oplever en række udstedere inden for energi samt metal- og minedrift faldende resultater som følge af den seneste tids tilbagegang på råvaremarkederne. Således er der en risiko for et stigende antal misligholdelser. Vi mener dog, at en eventuel stigning i misligholdelser vil være begrænset til disse sektorer og ikke nødvendigvis vil føre til en større bølge af misligholdelser på high yield-markedet.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer fortsat, at det er vigtigt med en forsigtig og disciplineret investeringstilgang, for at få det bedste ud af de nuværende markedsforhold, hvor man nøje afvejer gevinstpotentialet i forhold til risikoen. Vi foretrækker altid obligationer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. Under de nuværende markedsforhold mener vi dog, at det er bedst at investere en del af andelsklassen forholdsvist konservativt.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte i andet halvår 2015. Mens mange af high yield-markedets segmenter har genvundet nogle af de kursfald, der skete i andet halvår 2014, er der fortsat en lang række eksempler på, at obligationskurserne særligt inden for energi samt metal- og minedrift er under pres og handles på endda meget lave niveauer. Vi har dog fortsat tillid til det langsigtede potentiale for disse obligationer.

Inden for råvaresektorerne bidrager bekymringen om stigende renter og begrænset likviditet i disse obligationer yderligere til usikkerheden. Med hensyn til den faldende likviditet blev bankerne, da olieprisen faldt kraftigt i andet halvår 2014, forbeholdne over for at sikre likviditet i en række high yield-obligationer udstedt af energisektoren. Det skabte markant lavere likviditet for markedsdeltagerne og lagde yderligere pres på kurserne. I lyset af de nuværende tilsynsmæssige rammer forventer vi, at manglende likviditet fortsat vil skabe usikkerhed i markedet.

Selvom andelsklasser med high yield-obligationer hidtil har oplevet en nettotilgang i 2015, kan situationen i lyset af den øgede risiko for renteforhøjelser hurtigt vende til et frasal, hvilket vil lægge pres på obligationskurserne. Med markedets øgede sensitivitet over for rentestigninger og den markedsvolatilitet det i sidste ende medfører, forventer vi, at udviklingen i andet halvår primært vil være styret af løbende kuponrente og i mindre grad af kursstigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af hvordan udviklingen i den globale økonomiske vækst og den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland vil påvirke renteutviklingen.

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSERNE I 1.000 DKK.

KLASSENS RESULTATPOSTER	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Andel af resultat af fællesporteføljen	19.784	30.149
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	-4.323	-3.758
Klassens resultat	15.461	26.391

MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	658.974	572.316
Emissioner i perioden	14.926	16.197
Indløsninger i perioden	-365	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	95	104
Periodens resultat	15.461	26.391
Medlemmernes formue ultimo	689.091	615.008

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	689.091	615.008
Antal andele	6.571.797	5.727.674
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,86	107,37
Afkast i DKK (pct)*]	2,38	4,60
Benchmarkafkast i DKK (pct)*]	2,06	5,22
Administrationsomk. (pct)*]	0,65	0,64
ÅOP	1,50	1,61

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

USA

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halv- årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2015«, »Overordnede forventninger til investe- ringsmarkederne i resten af 2015« 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 aktier i selskaber, der er hjem- mehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på børser markedspladser i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakur- serne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i halvårs- rapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 9,66 pct., mens benchmark steg 10,33 pct. Afdelingens afkast var så- ledes mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og kon- kurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positive men beherskede afkast på grund af positive økono- miske nøgletal. Renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte dog betydelige udsving i løbet af andet kvartal 2015.

Markedet

Sundhedssektoren var den største bidragsyder til markeds- afkast, da sektoren blev løftet af lovgivningen Affordable Care Act og mulighederne for yderligere konsolidering i branchen. Inden for teknologi fortsatte konsolideringen i an- det kvartal med Avagos opkøb af Broadcom og Intels køb af Altera i henholdsvis maj og juni. Finans viste fremgang som følge af øget aktivitet på boligmarkedet, stigende økonomisk aktivitet og lidt højere renter. Forsyningssektoren trak mar- kedsafkastet ned.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,67 procentpoint lavere end ændrin- gen i benchmark. Afdelingen er sammensat af flere strate- gier. Cirka en tredjedel af afdelingen forvaltes af en US Mid Cap manager: 300 North Capital. Deres performance var ne- gativ - dels overfor Mid Cap benchmarket, dels overfor afde- lingens benchmark, MSCI USA. Den strategi blev lukket ned mod slutningen af halvåret. Halvdelen af afdelingen består af aktier, som vi forventer, over tid vil give et højere afkast end markedet som helhed. Det er især aktier udstedt af mindre virksomheder, aktier som er særligt billigt prisfastsat, og aktier med mindre udsving end markedet som helhed. Afka- stet for denne del af porteføljen var i perioden lidt bedre end markedet. En del af porteføljen var investeret i en portefølje af aktier indenfor it-sektoren. Afkastet på denne del af por- teføljen var lidt lavere end afdelingens benchmark. Endeligt var en del af afdelingen investeret i en portefølje, som følger markedsudviklingen tæt.

Sammensætningen af afdelingen i flere strategier sker ud fra et ønske og en forventning om, at disse strategier passer godt til hinanden, og at de giver afdelingen en samlet profil, som vil bidrage til god performance, samtidig med at strate- giernes karakteristika samlet set giver en afbalanceret risi- koprofil for afdelingen.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi har fortsat kun lave forventninger til den globale vækst, inflationen holdes fortsat i ave, og pengepolitikken er fortsat lempelig i de fleste dele af verden. Vi er fortsat forsigtigt opti- mistiske omkring en bedring af den globale økonomi, selvom

AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2009
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060186294
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Informationsteknologi	24,6%
Finans	14,1%
Sundhedspleje	14,1%
Forbrugsgoder	14,0%
Industri	10,5%
Øvrige inkl. likvide	22,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,43
Standardafvigelse	10,08
Tracking error	1,91
Information Ratio	-1,35
Sharpe Ratio (benchm.)	1,80
Standardafvigelse (benchm.)	9,43
Active share	50,67

Måleperiode: Jun. 2010 til jun. 2015

USA



væksten formentlig bliver ujævnt fordelt. Dette er situationen i Grækenland et godt eksempel på. Usikkerhed omkring virkningen af en græsk statsbankerot eller udtræden af euro-samarbejdet og den potentielle effekt på den europæiske og den globale økonomi har medført større udsving på markederne, og det kan påvirke afdelingen på kort sigt.

Afdelingen har en eksponering mod mindre selskaber og selskaber, som forventes at have større kursudsving end markedet som helhed.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for andet halvår af 2015 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. De høje afkast på aktiemarkederne i første halvdel af året, risikoen for en forhøjelse af de ledende renter i USA, politisk tvivl knyttet til Grækenlands økonomiske situation og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stigende usikkerhed på aktiemarkederne og dermed forøgede kursudsving.

Afdelingen vil indtil videre have overvægt af mindre selskaber og selskaber, som samlet set giver en øget markedsfølsomhed. Der er også en eksponering mod selskaber med en attraktiv værdiansættelse og stigende dividendeudbetalinger.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteudviklingen.

USA

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	38.352	26.684
Kursgevinster og tab	250.320	152.078
Administrationsomkostninger	-28.444	-18.839
Resultat før skat	260.228	159.923
Rente- og udbytteskat	-5.314	-3.354
Halvårets nettoresultat	254.914	156.569

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	86.582	23.379
Kapitalandele	5.318.309	3.917.973
Andre aktiver	4.891	3.414
Aktiver i alt	5.409.782	3.944.766

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	5.403.169	3.942.267
Mellemværende vedr. handelsafvikling	826	0
Anden gæld	5.787	2.499
Passiver i alt	5.409.782	3.944.766

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	3.942.267	2.868.081
Udlodning fra sidste år	-299.917	-453.481
Emissioner i perioden	2.665.995	699.536
Indløsninger i perioden	-1.163.963	-318.969
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.873	1.151
Periodens resultat	254.914	156.569
Medlemmernes formue ultimo	5.403.169	2.952.887

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	99,4
I alt finansielle instrumenter	98,4	99,4
Øvrige aktiver og passiver	1,6	0,6
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.403.169	2.952.887
Antal andele	34.000.648	21.975.300
Stykstørrelse i DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	158,91	134,37
Afkast i DKK [pct]*]	9,66	5,60
Benchmarkafkast i DKK [pct]*]	10,33	7,44
Administrationsomk. [pct]*]	0,65	0,64
ÅOP	1,38	1,58

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

USA Low Volatility – Accumulating

Andelsklasse under USA Low Volatility – Accumulating

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

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

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,94 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for det amerikanske aktiemarked, som steg 1,4 pct. i USD. Afdelingen har indfriet vores forventninger om positive,

men beherskede afkast på grund af positive økonomiske nøgletal, men renteuuro og usikkerheden om Grækenlands fortsatte deltagelse i euroen medførte udsving.

Markedet

Sundhedssektoren var den største bidragsyder til markedsafkast, da sektoren blev løftet af lovgivningen Affordable Care Act og mulighederne for yderligere konsolidering i branchen. Inden for teknologi fortsatte konsolideringen i andet kvartal med Avagos opkøb af Broadcom og Intels køb af Altera i henholdsvis maj og juni. Finans viste fremgang som følge af øget aktivitet på boligmarkedet, stigende økonomisk aktivitet og lidt højere renter. Forsyningssektoren trak markedsafkastet ned.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,46 procentpoint lavere end ændringen i markedet.

Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast. Afdelingen har derfor været investeret i defensive aktier. Strategien har i første halvår 2015 leveret et afkast lidt under niveau med markedet. Det er primært aktieudvælgelsen indenfor sektorerne it og finans, som har bidraget positivt til performance. Vægten i forsyning har bidraget negativt til performance.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi er som følge af afdelingens strategi undervægtet i aktier med store kursudsving (volatilitet), og forventer fortsat at være det i resten af 2015.

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

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juli 2008
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060143485
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	21,1%
Informationsteknologi	15,9%
Sundhedspleje	14,3%
Konsumentvarer	13,6%
Forbrugsgoder	8,6%
Øvrige inkl. likvide	26,5%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,48
Standardafvigelse	8,72

USA Low Volatility – Accumulating

Andelsklasse under USA Low Volatility – Accumulating



Afdelingen følger en strategi, som i altovervejende grad er defineret ved en matematisk model. Der investeres bredt, og der tilstræbes en begrænset afvigelse på sektorniveau i forhold til MSCI USA. Markedsændringer, der ikke fanges af optimalt af modellen, kan derfor medføre udsving.

Forventninger til markedet samt strategi

For andet halvår af 2015 forventer vi et moderat positivt aktiemarked. De globale markeder har indtil videre i 2015 været præget af større udsving end i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst.

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

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For resten af 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et mindre afkast end markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet - blandt andet afhængigt af udviklingen i den globale økonomiske vækst, den geopolitiske udvikling i Ukraine, Mellemøsten og Grækenland samt renteutviklingen

USA Low Volatility – Accumulating

RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 DKK.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Renter og udbytter	1.352	1.140
Kursgevinster og tab	10.837	4.226
Administrationsomkostninger	-696	-574
Resultat før skat	11.493	4.792
Rente- og udbytteskat	-184	-159
Halvårets nettoresultat	11.309	4.633

BALANCE	30.06.15	31.12.14
AKTIVER		
Likvide midler	544	1.087
Kapitalandele	105.685	113.947
Andre aktiver	131	157
Aktiver i alt	106.360	115.191

PASSIVER		
Medlemmernes formue 1]	106.251	115.121
Anden gæld	109	69
Passiver i alt	106.360	115.191

NOTE 1: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.15	1.1.-30.06.14
Medlemmernes formue primo	115.121	91.235
Indløsninger i perioden	-20.210	0
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	30	0
Periodens resultat	11.309	4.633
Medlemmernes formue ultimo	106.251	95.868

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle Instrumenter i pct.	30.06.15	31.12.14
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,0
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,0
Øvrige aktiver og passiver	0,5	1,0
I alt	100,0	100,0

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2015	1. HALVÅR 2014
Medlemmernes formue (t.DKK)	106.251	95.868
Antal andele	89.650	106.598
Stykstørrelse i USD	100	100
Indre værdi (USD pr. andel)	177,02	165,16
Afkast i USD [pct]*]	0,94	4,48
Administrationsomk. [pct]*]	0,62	0,62
ÅOP	1,31	1,31

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





Danske Invest

Danske Invest
Parallelvej 17
2800 Kgs. Lyngby
Tlf. 33 33 71 71
www.danskeinvest.dk
danskeinvest@danskeinvest.com