

Årsrapport 2016

Investeringsforeningen
Danske Invest Select

Investeringsforeningen

Danske Invest Select

CVR-nr. 15 16 15 82

Parallelvej 17

2800 Kgs. Lyngby

Telefon 33 33 71 71

www.danskeinvest.dk

danskeinvest@danskeinvest.com

Bestyrelse

Direktør Agnete Raaschou-Nielsen,
formand

Advokat Bo Hølse, næstformand

Direktør Lars Fournais

Direktør Birgitte Brinch Madsen

Direktør Walther V. Paulsen

Direktør Jens Peter Toft

Direktion

Danske Invest Management A/S:

Adm. direktør Morten Rasten

Revision

Ernst & Young P/S

CVR-nr. 30 70 02 28

Depotbank

Danske Bank

Generalforsamling

Ordinær generalforsamling holdes

mandag den 24. april 2017

Øksnehallen, København V.

Layout

WUNDERGEIST

AMO DESIGN

Foto

Morten Larsen

Thorbjørn Hansen

Læsevejledning

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

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger

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

Derfor har vi valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, jf. afsnittet "Investeringsmarkederne

i 2016" samt de generelle risici og foreningens risikostyring, jf. afsnittet "Risici samt risikostyring", i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Vi anbefaler, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Indhold

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

Ledelsesberetning

- 8 Investeringsforeningen Danske Invest Select i 2016
- 12 Afkast og udbytter
- 16 Investeringsmarkederne i 2016
- 21 Evaluering af forventningerne til 2016
- 22 Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2017
- 22 Udsagn om forventninger
- 26 Redegørelse for samfundsansvar
- 27 Risici samt risikostyring
- 34 Omkostninger
- 37 Fund governance
- 37 Bestyrelse og direktion
- 38 Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

Påtegninger

- 40 Ledespåtegning
- 41 Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Regnskaber

- 46 Afdelingernes ledelsesberetninger og årsregnskaber

Fælles noter

- 257 Anvendt regnskabspraksis
- 262 Foreningens væsentligste aftaler
- 264 Revisionshonorar
- 264 Bestyrelseshonorar
- 265 Finanskalender 2017
- 265 Valutakoder
- 266 Kreditvurderingsbureauernes rating-skala



Oversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser

46	Aktier KL	156	FX, klass SEK W
50	AlmenBolig Korte Obligationer KL	158	FX, osuuslaji EUR W
53	AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d	160	Global KL
56	AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL	164	Global Equity Solution KL
60	AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL	168	Global Equity Solution – Akkumulerende KL
63	AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d	171	Global Equity Solution, klass SEK W
66	Danske Obligationer Absolut KL	174	Global Equity Solution, klasse NOK W
70	Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko KL	177	Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W
74	Danske Obligationer Allokering KL	180	Global Equity Solution 2 – Akumulerende KL
78	Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL	183	Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W
81	Danske Obligationer Allokering – Akk. klasse DKK W h	186	Global Restricted KL
84	Danske Obligationer Varighed 0 – 6 KL	190	Global StockPicking Restricted – Accumulating KL
88	Danske Obligationer Varighed 3 KL	194	Kommuner 4 KL
92	Emerging Markets KL	198	Kommuner Europæiske Obligationer KL
96	Euro – Accumulating KL	202	Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL
99	Euro, klass SEK Y	205	Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I
102	Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL	208	Online Danske Obligationer Indeks KL
106	Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL	212	Online Global Indeks KL
109	Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I	216	PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL
112	Europe Focus KL	219	PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class A
116	Europe Low Volatility – Accumulating KL	222	PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class I
120	Flexinvest Aktier KL	225	US Dollar – Accumulating KL
124	Flexinvest Danske Obligationer KL	228	US Dollar, klass SEK Y
128	Flexinvest Fonde KL	231	US High Yield Bonds KL
132	Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL	235	US High Yield Bonds – Akkumulerende KL
136	Flexinvest Korte Obligationer KL	238	US High Yield Bonds, klass SEK W h
141	Flexinvest Lange Obligationer KL	241	US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
145	Flexinvest Udenlandske Obligationer KL	244	US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W
150	FX – Accumulating KL	247	USA KL
153	FX – Akkumulerende, klasse EUR W	251	USA Low Volatility – Accumulating KL

Sådan læser du afdelingernes regnskaber

Som læser af årsrapporten 2016 får du her en kort forklaring på de forskellige delelementer af de enkelte afdelingers regnskaber, som du kan finde fra side 46 til 255 i årsrapporten.

Afdelingens profil

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

Risikoklassifikation

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

Risikoen

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

Nøgletal for risiko

Risikonøgletallene udtrykker på forskellig vis afdelingens historiske afkast og risiko, og de bliver beregnet efter tre års levetid.

Tablet med fordeling

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

Kommentarer til afkast m.v.

Her kan du læse om afkastet i 2016. Hvad gik godt, og hvad gik mindre godt? Vi kommer også ind på vores forventninger til 2017 samt særlige risici knyttet til den enkelte afdelings potentiale i 2017. Derudover gør vi rede for den strategi, afdelingen vil følge.

Resultatopgørelse

Dækker over afdelingens indtægter og omkostninger. Indtægterne er typisk renter og aktieudbytter. Kurs- gevinster og -tab kan være en indtægt eller en om- kostning alt afhængigt af, om der har været gevinst eller tab på investeringerne i løbet af året. Handels- omkostningerne er skilt ud i en separat linje. Admi- nistrationsomkostninger er omkostninger, der er for- bundet med den almene drift af afdelingen. Skat består af udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes. Nederstsæs beløbet, der foreslås udloddet til investo- rerne. Udlodningen af udbytte til investorerne bliver opgjort efter retningslinjer i skattelovgivningen, og udbyttet skal godkendes af generalforsamlingen. Den del, der ikke udloddes, lægges oven i afdelingens for- mue og dermed i værdien af investeringsbeviserne.

Balance

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

Note med nøgletal

De væsentligste nøgletal for afdelingens udvikling. De fleste nøgletal er forklaret i regnskabspraksis og i ordbogen, som du kan finde på danskeinvest.dk.

Note om renter og udbytter

Specificerer hvad årets renter og udbytter består af.

Note om kursgevinster og -tab

Specificerer hvor kursgevinster og -tab stammer fra og viser bruttohandelsomkostningerne, herunder hvilken del, der vedrører emissioner og indløsninger.

Note om handelsomkostninger

Under handelsomkostninger bliver alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter anført. Omkostninger, som ikke kan gøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i et spread, indregnes i det omfang, at de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i "Medlemmernes formue".

Note om administrationsomkostninger

Specificerer den enkelte afdelings administrationsomkostninger for året. Du kan læse mere i afsnittet "Omkostninger".

Note om rådighedsbeløb til udlodning

Specificerer det beløb, som er til rådighed for udlodning til investorerne for 2016, gjort op efter skattelovgivningens regler. Når "I alt til rådighed for udlodning, netto" udgør et negativt beløb, overføres dette til modregning i næste års udlodning.

Note om medlemmernes formue

Specificerer hvordan afdelingens formue har udviklet sig i løbet af året. Er cirkulerende kapital højere ultimo end primo 2016, har der netto været efterspørgsel efter beviser i afdelingen. Under formueværdi viser vi bevægelserne gjort op i kursværdier.

Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP)

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

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klasserne.

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

Ledelsesberetning

Investeringsforeningen

Danske Invest Select i 2016

I Investeringsforeningen Danske Invest Select arbejder vi løbende på at videreudvikle og tilpasse vores udvalg af produkter, således at de stemmer overens med vores investorerens interesser og ønsker. For at imødekomme investorernes ønsker, introducerede Danske Invest Select i 2016 flere nye investeringsmuligheder inden for danske obligationer.

Nye afdelinger og andelsklasser

Danske Obligationer Varighed 3 KL

Den 8. marts 2016 blev afdelingen Danske Obligationer Varighed 2 KL introduceret. Afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner.

Danske Obligationer Varighed 0-6 KL

Den 18. maj 2016 blev afdelingen Danske Obligationer Varighed 0-6 KL introduceret. Afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner.

Almenbolig Obligationer Varighed 2 KL

Den 8. juni 2016 blev afdelingen Almenbolig Obligationer Varighed 2 KL introduceret. Afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, og afdelingen

udbydes i en andelsklasse, der hedder Almenbolig Obligationer Varighed 2, klasse DKK W d.

Almenbolig Korte Obligationer KL

Den 22. juni 2016 blev afdelingen Almenbolig Korte Obligationer KL introduceret. Afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, og afdelingen udbydes i en andelsklasse, der hedder Almenbolig Korte Obligationer, klasse DKK d.

Andelsklasser

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

Nye afdelinger og andelsklasser			
Afdeling	Dato for introduktion	Tilhørende andelsklasse	Udbydes i
Danske Obligationer Varighed 3 KL	8. marts 2016	-	Danmark
Danske Obligationer Varighed 0-6 KL	18. maj 2016	-	Danmark
Almenbolig Obligationer Varighed 2 KL	8. juni 2016	Almenbolig Obligationer Varighed 2, klasse DKK W d	Danmark
Almenbolig Korte Obligationer KL	22. juni 2016	Almenbolig Korte Obligationer, klasse DKK d	Danmark

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

Desuden henvender andelsklassen sig til investorer, der investerer i afdelingen i henhold til en storkundeaftale med Danske Bank A/S eller hermed koncernforbundne selskaber; samt til investeringsinstitutter/funds, der administreres af investeringsforvaltningselskaber/fund management-selskaber o.l. i Danske Bank A/S eller hermed koncernforbundne selskaber. Bogstavet "d" angiver, at andelsklassen er udbyttebetalende.

Navneændringer	
Nyt navn - aktieafdelinger	Nyt navn - aktieafdelinger
AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL	Flexinvest Korte Obligationer KL
Danske Obligationer Absolut KL	Flexinvest Lange Obligationer KL
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko KL	Flexinvest Udenlandske Obligationer KL
Danske Obligationer Allokering KL	Global KL
Danske Obligationer Varighed 0-6 KL	Global Equity Solution KL
Danske Obligationer Varighed 3 KL	Global Restricted KL
Emerging Markets KL	Kommuner 4 KL
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL	Kommuner Europæiske Obligationer KL
Europe Focus KL	Online Danske Obligationer Indeks KL
Flexinvest Aktier KL	Online Global Indeks KL
Flexinvest Danske Obligationer KL	US High Yield Bonds KL
Flexinvest Fonde KL	USA KL
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL	

Navneændringer

Ovenstående afdelinger har fået tilføjet "KL" i slutningen af deres navn. KL viser, at afdelingen kan udbydes i andelsklasser på forskellige geografiske markeder, hvor der sker en tilpasning til det enkelte markeds behov - f.eks. hvad angår udstedelsesvalutaen.

Sammenlægning af prospekter

I 2016 blev alle prospekter i Danske Invest Select lagt sammen. De hidtidige 22 prospekter er nu blevet samlet i et stort fællesprospekt indeholdende alle relevante oplysninger om de enkelte afdelinger og andelsklasser. For investorerne bliver det med det nye fællesprospekt lettere at sammenligne produkterne på tværs, da prospektet indeholder informationer om alle afdelinger og andelsklasser i foreningen. Der har ved sammenlægningen af prospektet være fokus på, at informationerne

skal være let tilgængelige for investorerne. Det har derfor haft betydning for den valgte struktur, herunder at mange informationer er sat i tabeller, og at de regnskabsmæssige oplysninger er samlet i bilag.

Videnressourcer

Foreningen bliver administreret af Danske Invest Management A/S. En række af administrationsselskabets opgaver bliver udført af Danske Capital, en division af Danske Bank A/S (herefter benævnt "Danske Capital"). Dette gælder blandt andet for porteføljerådgivning samt opgaver inden for produktudvikling, kommunikation, markedsføring, salgssupport og regnskab. Administrationsselskabet samarbejder desuden direkte og indirekte med en række forskellige distributører og porteføljeformidlere. Det endelige ansvar for opgaver, som udføres af samarbejdspartnerne, ligger hos Danske Invest Management A/S.

Tilbagesøgning af udbytteskat

Danske Invest har gennem nogle år arbejdet med at tilbagesøge udbytteskatten, som visse lande tilbageholder, når der bliver udbetalt udbytte fra selskaber hjemmehørende i de pågældende lande. Det har ført til et positivt resultat i Norge, Polen, Finland, Frankrig, Sverige, Spanien og Belgien. Herudover arbejder vi på at tilbagesøge udbytteskat fra Holland og Tyskland, men det er endnu ikke afklaret om og i hvilket omfang, der kommer udbytteskat tilbage fra disse lande.

Om Active Share

Målet for samtlige afdelinger, der følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark, mens målet for afdelinger, som følger en passiv investeringsstrategi, er, at investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i et udvalgt indeks. Bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest Select følger løbende op på, at alle afdelinger med en aktiv investeringsstrategi faktisk er aktive.

I Investeringsforeningen Danske Invest Select er der en afdeling, som har en Active Share under 50 pct. og en Tracking Error under 3 pct., som kunne være den umiddelbare indikation på manglende aktiv styring. Det gælder for afdelingen USA KL. Årsagen er, at afdelingen anvender indekskomponenter, og derfor afspejler afdelingens omkostninger, at afdelingen er en kombination af aktiv og passiv styring. Afdelingen har dog vist, at den er i stand til at skabe et merafkast i forhold til benchmark, hvorfor bestyrelsen vurderer, at afdelingen er aktiv og har givet et tilfredsstillende afkast. Der er således ikke noget ønske om at ændre strategien i afdelingen.

Investeringsforeningen Danske Invest Select har yderligere tre afdelinger, som har en Active Share under 50, og som er under 3 år gamle og dermed ikke har en beregnet Tracking Error. Det gælder dels for afdelingerne Global Equity Solution KL og Global Equity Solution -

Akkumulerende KL med de tilhørende andelsklasser Global Equity Solution, klasse NOK W, Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W og Global Equity Solution - SEK W. Her er afdelingernes omkostninger tilpasset afdelingernes lavere aktivitetsniveau, således at afdelingerne kan opfylde deres målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark. Dels gælder det for Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I, som er aktivt styret, men har en Active Share under 50 på grund af et "smalt" benchmark", som gør det vanskeligt at komme over grænseværdien. Årets afkast i forhold til benchmark viser, at afdelingen har tilstrækkelig aktivitet til at kunne opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark. Der er således ikke noget ønske om at ændre strategierne i afdelingen.

Aktieudlån

I løbet af 2016 er foreningen ophørt med at deltage i udlån af aktier, da vi ikke vurderede, at det i tilstrækkeligt omfang bidrog til at øge de enkelte afdelingers afkast. Udlån af aktier kan dog potentielt blive relevant igen på et senere tidspunkt. I så fald vil aktieudlån blive gennemført inden for den vedtagne aktieudlånspolitik, der bl.a. indebærer, at sikkerhedsstillelsens markedsværdi til enhver tid mindst udgør markedsværdien af de aktier, som er udlånt. Det er samtidigt et krav, at sikkerhedsstillelsen er likvid og af høj kvalitet.

Værdipapirudlån

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

Active Share

Active Share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det udvalgte benchmark. Dette nøgletal viser et øjebliksbillede på statusdagen.

Tracking Error

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

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

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

Ændringer i bestyrelse og direktion

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

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

Formueudvikling

Formuen i foreningen steg fra 110.266 mio. kr. ultimo 2015 til 122.008 mio. kr. ultimo 2016. Der blev netto solgt beviser i foreningen for 11.639 mio. kr., årets resultat blev 6.100 mio. kr., og der blev i 2016 udbetalt udbytter for 5.997 mio. kr.

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

Nye andelsklasser stiftet i foråret 2017

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

Fusion, som indstilles til godkendelse på generalforsamlingen i 2017

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

Fusion, som indstilles til godkendelse på generalforsamlingen i 2017

Ophørende afdeling	Fortsættende afdeling
Europe Focus KL (under Investeringsforeningen Danske Invest Select)	Europa Fokus KL (under Investeringsforeningen Danske Invest)

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

Afkast og udbytter

På tværs af samtlige afdelinger i Investeringsforeningen Danske Invest Select er det blot tre afdelinger, der i 2016 leverede et negativt afkast - alle tre med fokus på europæiske aktier.

Obligationsafdelingerne

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

Alle afdelinger med obligationer har leveret positive afkast i 2016. De laveste afkast så vi generelt blandt afdelinger med danske obligationer, hvor afdelingen AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d lå lavest med et afkast på 0,41 pct. Obligationsafdelinger med virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet (high yield) har været blandt de bedste, herunder amerikanske virksomhedsobligationer. Her gav afdelingen US High Yield Bonds KL f.eks. et afkast på 12,94 pct.

Aktieafdelingerne

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

Den positive udvikling for aktier i USA og de nye markeder afspejler sig også i afkastene i vores aktieafdelin-

ger. Blandt årets bedste aktieafdelinger var afdelingen USA KL med et afkast på 16,65 pct. og afdelingen Emerging Markets KL med aktier fra nye markeder med et afkast på 15,06 pct.

Aktieafdelingen med det laveste afkast var Europe Focus KL, som faldt 8,20 pct.

Udbytterne

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for 2016 udbetales udbytter for 2.350 mio. kroner mod 5.950 mio. kroner for 2015. Udbytterne beregnes i henhold til reglerne i skattelovgivningen, og som noget nyt er udbytterne fra de udbyttebetalende afdelinger allerede udbetalt den 6. februar 2017 og ikke som tidligere år i slutningen af april. Baggrunden er, at der er blevet ændret i vedtægterne for afdelingerne i Investeringsforeningen Danske Invest Select i november 2016, og det har skabt mulighed for at udbetale udbytterne tidligere. Udbytterne skal godkendes endeligt på generalforsamlingen den 24. april 2017.

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

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

Ændrede regler påvirker udbyttebetalingen

Ændringer i skattereglerne fra 2013 betyder fortsat, at der bliver mindre - eller i nogle tilfælde intet - at udbetale som udbytte. Den mere skattetekniske baggrund er, at en afdelings negative udlodningsbeløb fra tidligere år fratrækkes i afdelingens udlodningspligtige indtægter, herunder udbytter. Skatteregler påvirker ikke den enkelte afdelings samlede afkast, men kun udbyttet, der skal udloddes.

Se vores ordbog

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

Vurdering af afdelingernes resultater

Danske Invest har en klar målsætning om at tilbyde investorerne konkurrencedygtige afkast målt både i forhold til markedsudviklingen og i forhold til vores konkurrenter. Afdelingernes afkast bliver derfor vurderet med udgangspunkt i både resultatet, i forhold til afdelingens benchmark samt i forhold til afkastet på konkurrerende afdelinger fra hele Europa.

Indeksbaserede afdelinger vurderes kun i forhold til benchmark, idet investeringerne alene er sammensat, så de følger udviklingen i det udvalgte benchmark. For afdelinger uden et benchmark sammenlignes med relevant markedsudvikling inden for samme investeringsområde.

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

Valg og brug af benchmark

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

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

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

Afkast frem til 15. marts 2017

Afdeling/Andelsklasse	Pct.	Afdeling/Andelsklasse	Pct.
Aktier KL	3,32	Global KL	2,42
AlmenBolig Korte Obligationer KL		Global Equity Solution KL	3,38
AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d	0,17	Global Equity Solution - Akkumulerende KL	
AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL	0,26	Global Equity Solution, klass SEK W	2,86
AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL		Global Equity Solution, klasse NOK W	4,38
AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d	0,25	Global Equity Solution - Akk., klasse DKK W	3,45
Danske Obligationer Absolut KL	0,20	Global Equity Solution 2 - Akk. KL	
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko KL	0,24	Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W	5,54
Danske Obligationer Allokering KL	0,07	Global Restricted KL	2,20
Danske Obligationer Allokering - Akk. KL		Global StockPicking Restricted - Accumulating KL	3,95
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende, klasse DKK W h	0,08	Kommuner 4 KL	0,31
Danske Obligationer Varighed 0 - 6 KL	0,08	Kommuner Europæiske Obligationer KL	-0,23
Danske Obligationer Varighed 3 KL	0,15	Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL	
Emerging Markets KL	6,74	Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I	0,66
Euro - Accumulating KL		Online Danske Obligationer Indeks KL	-0,57
Euro, klass SEK Y	-0,74	Online Global Indeks KL	4,59
Euro Investment Grade Corp. Bonds Restricted KL	-0,28	PP Pension Aktieallokeringsfond - Acc. KL	
Europa Højt Udbytte Restricted - Akk. KL		PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class A	4,29
Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I	3,42	PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class I	4,40
Europe Focus KL	3,55	US Dollar - Accumulating KL	
Europe Low Volatility - Accumulating KL	3,58	US Dollar, klass SEK Y	-1,38
Flexinvest Aktier KL	3,81	US High Yield Bonds KL	1,49
Flexinvest Danske Obligationer KL	-0,04	US High Yield Bonds - Akkumulerende KL	
Flexinvest Fonde KL	0,05	US High Yield Bonds, klass SEK W h	1,99
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL	0,11	US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	2,10
Flexinvest Korte Obligationer KL	0,49	US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W	2,07
Flexinvest Lange Obligationer KL	-0,39	USA KL	2,40
Flexinvest Udenlandske Obligationer KL	1,34	USA Low Volatility - Accumulating KL	3,90
FX - Accumulating KL			
FX - Akkumulerende, klasse EUR W	0,63		

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

Udbytter og afkast 2016

Afdeling/Andelsklasse	Acontoudbytte for 2016 (kr. pr. bevis)	Restudbytte for 2016 (kr. pr. bevis)	Afdelingens afkast i pct.	Benchmarkudvikling i pct.
Aktier KL	-	0,00	6,67	10,32
AlmenBolig Korte Obligationer KL				
AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d *) **)	-	0,10	0,41	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL *)	0,70	0,40	3,20	-
AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL				
AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d **)	-	0,60	1,00	0,11
Danske Obligationer Absolut KL *)	0,90	0,70	2,71	-
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko KL *)	0,70	0,60	1,37	-
Danske Obligationer Allokering KL	-	0,80	2,07	2,07
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL				
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende, klasse DKK W h	-	-	2,02	2,07
Danske Obligationer Varighed 0 - 6 KL *) **)	0,10	0,70	1,92	-
Danske Obligationer Varighed 3 KL **)	0,40	0,70	2,46	1,17
Emerging Markets KL	-	1.620,00	15,06	14,10
Euro - Accumulating KL				
Euro, klass SEK Y	-	-	3,86	4,63
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL	-	300,00	4,28	4,77
Europa Højt Udbytte Restricted - Akkumulerende KL				
Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I	-	-	-3,01	-3,14
Europe Focus KL	-	580,00	-8,20	2,20
Europe Low Volatility - Accumulating KL *)	-	-	-1,96	-
Flexinvest Aktier KL *)	-	11,60	6,78	-
Flexinvest Danske Obligationer KL *)	-	1,30	3,63	-
Flexinvest Fonde KL *)	0,80	0,80	3,65	-
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL *)	-	1,20	1,49	-
Flexinvest Korte Obligationer KL *)	-	0,00	2,85	-
Flexinvest Lange Obligationer KL *)	0,80	1,00	4,70	-
Flexinvest Udenlandske Obligationer KL *)	-	0,00	9,16	-
FX - Accumulating KL				
FX - Akkumulerende, klasse EUR W *)	-	-	5,64	-
FX, klass SEK W ***)	-	-	3,43	-
FX, osuuslaji EUR W ***)	-	-	4,32	-
Global KL	-	0,00	13,06	10,69
Global Equity Solution KL	-	2,10	8,19	10,32
Global Equity Solution - Akkumulerende KL				
Global Equity Solution, klass SEK W	-	-	13,47	15,85
Global Equity Solution, klasse NOK W	-	-	2,76	4,55
Global Equity Solution - Akk., klasse DKK W	-	-	8,06	10,32
Global Equity Solution 2 - Akk. KL				
Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W	-	-	7,89	11,09
Global Restricted KL	-	0,20	7,37	10,32
Global StockPicking Restricted - Accumulating KL	-	-	13,08	12,31
Kommuner 4 KL	0,70	0,90	2,75	2,07
Kommuner Europæiske Obligationer KL	1,10	1,40	3,76	3,56
Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL				
Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I	-	-	15,66	11,50
Online Danske Obligationer Indeks KL	-	2,40	2,98	3,31
Online Global Indeks KL	-	6,70	10,17	10,32
PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL				
PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class A	-	-	12,76	13,44
PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class I	-	-	13,36	13,44
US Dollar - Accumulating KL				
US Dollar, klass SEK Y	-	-	7,11	7,76
US High Yield Bonds KL	-	0,00	12,94	13,16
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL				
US High Yield Bonds, klass SEK W h	-	-	12,88	12,89
US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	-	-	12,80	13,22
US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W	-	-	12,70	13,16
USA KL	-	8,00	16,65	13,80
USA Low Volatility - Accumulating KL *)	-	-	13,46	-

*) Intet relevant mål for markedsafkastet. **) Siden introduktionen i 2016. ***) Klassen afviklet i 2016.

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

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

Investeringsmarkederne i 2016

Verdensøkonomien:

Fra krisefrygt til vækstoptimisme

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

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

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

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

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

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

Det globale obligationsmarked i 2016

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

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

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

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

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

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

Valutamarkederne i 2016

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

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

Verdens aktiemarkeder i 2016

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

Kilde: Morgan Stanley og OMX

Sektorudviklingen på aktiemarkederne i 2016

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

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

Obligationer:***Politiske begivenheder og centralbanker satte dagsordenen.***

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

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

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

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

Kreditobligationer:***Et godt år for mange obligationer***

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

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

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

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

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

Valuta:

Brexit satte sit præg

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

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

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

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

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

Globale aktier:

De nye markeder gjorde det bedst

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

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

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

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

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

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

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

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

Danske aktier:

Blandet aktieår

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

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

Evaluering af forventningerne til 2016

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

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

ECB fastholdt som forventet en lempelig pengepolitik og forøgede obligationsopkøbsprogrammet.

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

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

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

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

Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2017

Verdensøkonomien:

Væksten fortsætter – men ikke uden forhindringer

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

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

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

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

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

Udsagn om forventninger

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

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

Obligationer:

Inflationsforventningerne indtager den centrale rolle

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

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

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

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

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

Kreditobligationer:

Forventer mindre, positive afkast

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

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

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et mindre, positivt afkast på obligationer fra de nye markeder i 2017. Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom den nye amerikanske præsidents kommende politik på handelsområdet udgør en betydelig risikofaktor for de nye markeder.

Valuta:

Dollaren vil blive styrket

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

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

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

Globale aktier:

Moderat positiv udvikling

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

Danske aktier:

En fair prissætning

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



Redegørelse for samfundsansvar

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

Politikken er justeret i løbet af 2016, så den mere detaljeret beskriver baggrund, mål og prioriteringer. RI-politikken har fortsat som formål at sikre, at de penge, som Danske Invest forvalter for sine investorer, ikke bliver placeret i virksomheder, der overtræder internationalt anerkendte principper for menneskerettigheder, våbenproduktion, arbejdstagerrettigheder, miljøbeskyttelse og antikorrupition. Ligeledes har RI-politikken til formål at sikre, at der ikke investeres i statsobligationer udstedt af skrøbelige lande, der er ramt af konflikter eller andre højrisikoforhold.

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

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

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

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

Handlinger og vurderinger

I 2016 har vi i samarbejde med Danske Bank løbende arbejdet på at sikre, at politikken principper bliver overholdt. Selvom listen af ekskluderede selskaber

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

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

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

Som resultat af arbejdet med ansvarlige investeringer har Danske Invest på nuværende tidspunkt fravalgt at investere i 29 selskaber og i 14 landes statsobligationer, og endeligt har Danske Invest afgivet stemme på generalforsamlinger i over 91 selskaber primært i danske og europæiske selskaber.

Du kan læse mere om Danske Investes politik for samfundsansvar samt underliggende systemer, procedurer og resultater på:

http://www.danskeinvest.dk/w/show_pages.content?p_nld=75&p_vPage=DIKDK_SRI_POLICY_2

Risici samt risikostyring

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

Der er overordnet fire risikofaktorer, der kan være knyttet ved at investere via en investeringsforening.

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

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

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

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorisonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Danske Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko, hvilket er afdelinger, som er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren. For de fleste investorer, der investerer over en kortere tidshorisont, er aktieafdelingerne sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet central investorinformation ultimo 2016. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

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

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikokalaen (1-2). Afdelingens placering på risikoindikatoren er ikke konstant, da placeringen kan ændre sig med tiden. På danskeinvest.dk kan du se alle afdelingernes aktuelle og senest opdaterede placering på risikoindikatoren under punktet "Risiko".

Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og udsving i valutaer. Det er vigtigt at huske, at historiske data ikke er indikator for fremtidig udvikling.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

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

at reducere valutarisikoen. Desuden har vi porteføljerådgivere og -forvaltere placeret i udvalgte lokale markeder:

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

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

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. Når investeringsstrategien er aktiv, forsøger vi at finde de bedste investeringer for at give det højest mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end det pågældende benchmark.

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

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne er der som hovedregel fastsat en begrænsning på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Tracking error er et matematisk udtryk for, hvor tæt en afdeling følger sit benchmark. Jo lavere tracking error er, desto tættere forventes afdelingen at følge benchmark. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og særlige begrænsninger på kreditrisikoen via krav til 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 forbedre systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem i Danske Invest Management A/S, som administrerer foreningen. Dette sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgivere og -forvaltere, hvad der kan blive gjort for at vende udviklingen.

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

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

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

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

Risikostyring

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

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

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

Risikofaktorer i de enkelte afdelinger

Alt efter den enkelte afdelings/andelsklasses investeringsområde skal investor i relation til investering være særligt opmærksom på de risikofaktorer for de enkelte afdelinger/andelsklasser, som angives nedenfor. Det skal bemærkes, at nedenstående omtale af risikofaktorer ikke er udtømmende, idet andre faktorer ligeledes kan have indflydelse på fastsættelsen af investeringernes værdi og forskellige dele af investeringsmarkedet kan reagere forskelligt på disse forhold.

Afdeling/andelsklasse	Enkeltlandrisiko	Eventrisiko	Kreditrisiko	Modpartsrisiko	Obligationsmarkedsrisiko	Renterisiko	Risiko for manglende betaling	Risiko ved investeringsstilen	Risiko vedr. eksponering mod udlandet	Risiko vedr. fremskaffelse af risikovillig kapital	Risiko vedr. investeringsområdet	Risiko vedr. nye markeder/emerging markets	Risiko vedr. selskabspecifikke forhold	Risiko vedr. udsving på aktiemarkedet	Valutarisiko
Aktier KL					x					x			x	x	x
AlmenBolig Korte Obligationer KL															
AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d	x	x	x	x	x	x	x								
AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL	x	x	x	x	x	x	x								
AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL															
AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d	x	x	x	x	x	x	x								
Danske Obligationer Absolut	x	x	x	x	x	x	x								
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko KL	x	x	x	x	x	x	x								
Danske Obligationer Allokering KL	x	x	x	x	x	x	x						x		x
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL															
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende, klasse DKK W h	x	x	x	x	x	x	x						x		x
Danske Obligationer Varighed 0 - 6 KL	x	x	x	x	x	x	x								
Danske Obligationer Varighed 3 KL	x	x	x	x	x	x	x								
Emerging Markets KL					x					x		x	x	x	x
Euro - Accumulating KL															
Euro, klass SEK Y			x	x	x	x	x								x
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL		x	x	x	x	x	x						x		x
Europa Højt Udbytte Restricted - Akkumulerende KL															
Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I					x				x	x			x	x	x
Europe Focus KL					x					x			x	x	x
Europe Low Volatility - Accumulating KL					x				x	x			x	x	x
Flexinvest Aktier KL					x					x		x	x	x	x
Flexinvest Danske Obligationer KL	x	x	x	x	x	x	x						x		
Flexinvest Fonde KL	x	x	x	x	x	x	x						x		
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL	x	x	x	x	x	x	x						x		
Flexinvest Korte Obligationer KL		x	x	x	x	x	x					x	x		x
Flexinvest Lange Obligationer KL	x	x	x	x	x	x	x						x		
Flexinvest Udenlandske Obligationer KL		x	x	x	x	x	x					x	x		x

Afdeling/andelsklasse	Enkeltlandsrisiko	Eventrisiko	Kreditrisiko	Modpartsrisiko	Obligationsmarkedsrisiko	Renterisiko	Risiko for manglende betaling	Risiko ved investeringsstilen	Risiko vedr. eksponering mod udlandet	Risiko vedr. fremskaffelse af risikovillig kapital	Risiko vedr. investeringsområdet	Risiko vedr. nye markeder/emerging markets	Risiko vedr. selskabspecifikke forhold	Risiko vedr. udsving på aktiemarkedet	Valutarisiko
FX – Accumulating KL															
FX – Akkumulerende, klasse EUR W				x	x	x					x				x
FX, klass SEK W				x	x	x					x				
FX, osuuslaji EUR W				x	x	x					x				x
Global KL															
Global Equity Solution KL					x					x			x	x	x
Global Equity Solution – Akkumulerende KL															
Global Equity Solution, klass SEK W					x					x			x	x	x
Global Equity Solution, klasse NOK W					x					x			x	x	x
Global Equity Solution – Akk., klasse DKK W					x					x			x	x	x
Global Equity Solution 2 – Akk. KL															
Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W					x					x		x	x	x	x
Global Restricted KL															
Global StockPicking Restricted – Accumulating KL					x					x			x	x	x
Kommuner 4 KL															
Kommuner Europæiske Obligationer KL	x	x	x		x	x	x								
Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL															
Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I	x				x								x	x	
Online Danske Obligationer Indeks KL															
Online Global Indeks KL	x	x			x	x	x								
Online Global Indeks KL															
Online Global Indeks KL					x					x			x	x	x
PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL															
PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class A					x					x		x	x	x	x
PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class I					x					x		x	x	x	x
US Dollar – Accumulating KL															
US Dollar, klass SEK Y	x	x			x	x	x								x
US High Yield Bonds KL															
US High Yield Bonds KL		x	x		x	x	x						x		x
US High Yield Bonds – Akkumulerende KL															
US High Yield Bonds, klass SEK W h		x	x		x	x	x						x		x
US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h		x	x		x	x	x						x		x
US High Yield Bonds – Akk., klasse DKK W		x	x		x	x	x						x		x
USA KL															
USA KL	x				x					x			x	x	x
USA Low Volatility – Accumulating KL															
USA Low Volatility – Accumulating KL	x				x				x	x			x	x	x

Nedenfor forklares de enkelte risikofaktorer

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

Enkeltlanderisiko

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

Eventrisiko

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

Kreditrisiko

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

Modelrisiko

Afdelingen anvender Value at Risk med henblik på at opgøre og styre markedsrisikoen. Denne metode er modelbaseret og som sådan afhængig af de forudsætninger, der ligger til grund for modellen.

Modpartsrisiko

Der kan være tilfælde, hvor afdelingens/andelsklassens depotbank ikke kan gennemføre eller afvikle handler i de underliggende værdipapirer som aftalt. Dette omfatter, men er ikke begrænset til, handler, hvor modparten ikke lever op til de aftalte handelsbetinger, eller hvis modparten på anden vis forsømmer sine forpligtelser. Dette medfører risiko for tab på investeringen. Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som f.eks. ADRs og GDRs,

aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser, hvorved værdien af de pågældende instrumenter vil blive påvirket i større eller mindre omfang.

Obligationsmarkedsrisiko

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

Renterisiko

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

Risiko for manglende betaling

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

Risiko vedrørende investeringsstilen

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

Risiko vedrørende eksponering mod udlandet: Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-emerging markets. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det hjemlige marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en eksponering mod

valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til afdelingens/andelsklassens udstedelsesvaluta.

Risiko vedrørende investeringsområdet

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

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

Risiko vedrørende nye markeder/emerging markets: Begrebet "nye markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien [ekskl. Japan, Hongkong og

Singapore], Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkeder, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis 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 udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Risiko vedrørende selskabsspecifikke forhold

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

Risiko vedrørende udsving på aktiemarkedet

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

Valutarisiko

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

Omkostninger

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

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

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

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

Administrationsomkostninger

Lavest i de obligationsbaserede afdelinger

Administrationsomkostningerne er udgifterne, der er knyttet til den løbende drift som eksempelvis porteføljeforvaltning/-rådgivning, formidling af andele, markedsføring, opbevaring af afdelingernes værdipapirer, bogføring, daglig beregning af indre værdi, revision, bestyrelse og alle de øvrige aktiviteter og udgifter, som hører med til den normale drift af en investeringsforening.

De laveste omkostningssatser finder man i afdelinger med danske obligationer. De specialiserede aktieafdelinger er generelt dyrest at administrere. Danske Invest ligger i den billigste tredjedel blandt de danske investeringsforeninger.

Vores skøn for administrationsomkostningerne i 2017 fremgår af skemaet på side 36, hvor vi desuden viser de maksimale vedtægtsbestemte omkostninger for hver afdeling.

Administrationsomkostningerne bliver dækket af alle, der ejer Danske Invest-beviser. F.eks. betyder en omkostningssats på 1,54 pct. i afdelingen Aktier KL, at en investor, som ejede beviser, der i løbet af 2016 havde en gennemsnitlig kursværdi på 100.000 kroner, dækkede 1.540 kroner af administrationen i afdelingen.

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

Handelsomkostninger

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

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

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

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

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

Investors egne handelsomkostninger

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

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

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

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

Administrationsomkostninger

Afdeling/Andelsklasse	Skøn 2016	Realiseret 2016	Skøn 2017	Maksimalt vedtægtsmæssige omk. i pct.
Aktier KL	1,54	1,54	1,54	2,00
AlmenBolig Korte Obligationer KL				
AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d *)		0,20	0,20	1,00
AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL **)	0,36	0,24	0,20	1,00
AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL				
AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d *)		0,20	0,20	1,00
Danske Obligationer Absolut KL	0,15	0,15	0,15	1,00
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko KL	0,15	0,15	0,15	1,00
Danske Obligationer Allokering KL	0,55	0,55	0,55	1,00
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL				
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende, klasse DKK W h	0,55	0,55	0,55	1,00
Danske Obligationer Varighed 0 - 6 KL *)		0,15	0,15	1,00
Danske Obligationer Varighed 3 KL *)		0,15	0,15	1,00
Emerging Markets KL	1,71	1,70	1,70	2,00
Euro - Accumulating KL				
Euro, klasse SEK Y	0,35	0,35	0,35	1,00
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL	0,84	0,84	0,84	1,50
Europa Højt Udbytte Restricted - Akkumulerende KL				
Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I	1,20	1,20	1,20	2,00
Europe Focus KL	1,69	1,64	1,64	2,00
Europe Low Volatility - Accumulating KL	1,25	1,24	1,24	1,50
Flexinvest Aktier KL	1,72	1,72	1,72	2,00
Flexinvest Danske Obligationer KL	0,78	0,78	0,78	1,00
Flexinvest Fonde KL	0,79	0,79	0,79	2,00
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL	0,61	0,61	0,61	1,00
Flexinvest Korte Obligationer KL	0,61	0,61	0,61	1,50
Flexinvest Lange Obligationer KL	0,79	0,79	0,79	2,00
Flexinvest Udenlandske Obligationer KL	1,22	1,22	1,22	1,50
FX - Accumulating KL				
FX - Akkumulerende, klasse EUR W	0,65	0,67	0,65	1,00
FX, klasse SEK W ***)	0,65	-	-	1,00
FX, osuuslaji EUR W ***)	0,65	-	-	1,00
Global KL	1,54	1,54	1,54	2,00
Global Equity Solution KL	0,99	0,99	0,99	2,00
Global Equity Solution - Akkumulerende KL				
Global Equity Solution, klasse SEK W	0,99	0,99	0,99	2,00
Global Equity Solution, klasse NOK W **)	0,99	0,61	0,49	2,00
Global Equity Solution - Akk., klasse DKK W	0,99	0,99	0,99	2,00
Global Equity Solution 2 - Akk. KL				
Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W	1,49	1,49	1,49	2,00
Global Restricted KL	0,99	0,99	0,99	2,00
Global StockPicking Restricted - Accumulating KL	1,55	1,55	1,55	2,00
Kommuner 4 KL	0,34	0,34	0,34	1,00
Kommuner Europæiske Obligationer KL	0,51	0,51	0,51	1,50
Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL				
Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I	1,00	1,00	1,00	1,50
Online Danske Obligationer Indeks KL	0,23	0,23	0,23	1,00
Online Global Indeks KL	0,32	0,32	0,32	1,00
PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL				
PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class A	0,69	0,68	0,68	1,00
PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class I	0,15	0,15	0,15	1,00
US Dollar - Accumulating KL				
US Dollar, klasse SEK Y	0,35	0,35	0,35	1,00
US High Yield Bonds KL	1,31	1,30	1,30	1,50
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL				
US High Yield Bonds, klasse SEK W h	1,30	1,29	1,29	1,50
US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,30	1,29	1,29	1,50
US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W	1,31	1,30	1,30	1,50
USA KL	0,80	0,80	0,80	1,50
USA Low Volatility - Accumulating KL	1,24	1,24	1,24	1,50

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

*) Stiftet i 2016. Omkostningsprocenterne for 2016 er omregnet til helår. **) Omkostningssatserne er nedsat i 2016. ***) Klasserne er afviklet i 2016.

Skønnet for 2017 er baseret på satser pr. 1. januar 2017 og skal derfor tages med forbehold. Flere faktorer kan betyde, at den endelige omkostningsprocent for 2017 bliver anderledes.

Fund governance

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

Se fund governance-politikken på vores hjemmeside under

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

Bestyrelse og direktion

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

Bestyrelsens honorar for arbejdet i foreningen i 2016 udgjorde 695.478 kroner mod 682.850 kroner i 2015. Bestyrelsen er ikke omfattet af optionsordninger eller lignende. Honoraret for et menigt bestyrelsesmedlem udgjorde 79.093 kroner mod 71.879 i 2015, næstformandsposten blev honoreret med 118.639 mod 107.818 kroner i 2015, og formandsposten blev honoreret med 237.279 kroner mod 215.637 kroner i 2015.

Det samlede bestyrelseshonorar er 12.628 kroner højere end i 2015.

Honorering af bestyrelsen og direktionen indgår i det samlede administrationshonorar, som foreningen betaler til Danske Invest Management A/S for de modtagne ydelser. I det følgende viser vi en oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige hverv.

Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

Bestyrelse

Formand

Agnete Raaschou-Nielsen

Direktør, lic.polit.

Født 1957, indvalgt i bestyrelsen 2003

Bestyrelsesformand for:

Arkil Holding A/S

Brdr. Hartmann A/S

Bestyrelsesnæstformand for:

Dalhoff Larsen & Horneman A/S

Novozymes A/S

Solar A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Aktieselskabet SCHOUW & CO.

Danske Invest Management A/S

Særlige kompetencer

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

Næstformand

Bo Holse

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

Gorrissen Federspiel

Advokatpartnerselskab

Født 1971, indvalgt i bestyrelsen 2014

Bestyrelsesformand for:

Callie Invest A/S

DK Kapital A/S

Svend Andresens Familiefond

Medlem af bestyrelsen for:

Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel

Danske Invest Management A/S

DCH International A/S

Særlige kompetencer

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

Lars Fournais

Direktør, cand.merc.

Født 1953, indvalgt i bestyrelsen 2004

Bestyrelsesformand for:

Aarhus Elite A/S

LAKexperten Plus ApS

Apromas ApS

Bestyrelsesformand for:

WindowMaster A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Aarhus Havn

JBH Gruppen A/S

OK A.m.b.a

Marselisborg Gymnasium

Stibo Holding A/S

samt et datterselskab

Særlige kompetencer

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

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

Birgitte Brinch Madsen

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

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

Medlem af bestyrelsen for:

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

Særlige kompetencer

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

Walther V. Paulsen

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

Medlem af bestyrelsen for:

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

Særlige kompetencer

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

Jens Peter Toft

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

Bestyrelsesformand for:
Mipsalus Holding ApS samt et
datterselskab

Bestyrelsesnæstformand for:
M. Goldschmidt Holding A/S

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

Medlem af investeringskomitéen for:
GRO Capital

Særlige kompetencer

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

Direktion

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

Morten Rasten

Administrerende direktør, cand.polit.
Født 1972

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

Medlem af bestyrelsen for:
Danske Invest Allokering, Luxembourg
Danske Invest SICAV, Luxembourg
Danske Invest SICAV-SIF, Luxembourg
Investeringsfondsbranchen (IFB)
VFF - The Norwegian Fund Asset
Management Association

Ledespåtegning

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

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

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

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Kgs. Lyngby, den 16. marts 2017

Direktion *Danske Invest Management A/S*

Morten Rasten
Administrerende direktør

Bestyrelse

Agnete Raaschou-Nielsen
Formand

Bo Holse
Næstformand

Lars Fournais

Birgitte Brinch Madsen

Walther V. Paulsen

Jens Peter Toft

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til Investorerne i Investeringsforeningen Danske Invest Select

Konklusion

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

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

Grundlag for konklusion

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

Centrale forhold ved revisionen

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

Vi har opfyldt vores ansvar som beskrevet i afsnittet "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne", herunder i relation til nedennævnte centrale forhold ved revisionen. Vores revision har omfattet udformning og udførelse af revisionshandlinger som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne. Resultatet af vores revisionshandlinger; herunder de revisionshandlinger, vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om årsregnskaberne som helhed.

Værdiansættelse af finansielle instrumenter

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

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

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

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

- Test af registreringssystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.

- Vurdering og stikprøvevis kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige priskilder.
- Vurdering og stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter.

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

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

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

på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugere træffer på grundlag af årsregnskaberne.

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

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

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskaberne, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskaberne afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

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

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

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

Udtalelse om ledelsesberetningerne

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

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

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

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

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

København, den 16. marts 2017

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

Lars Rhod Søndergaard
Statsaut. revisor

Ole Karstensen
Statsaut. revisor





Aktier KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkedene var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en

udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 6,67 pct., mens benchmark steg 10,32 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2010

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060177970

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	54,6%
Holland	8,5%
Frankrig	8,2%
Storbritannien	6,9%
Schweiz	4,4%
Øvrige inkl. likvide	17,4%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,56
Standardafvigelse	12,81
Active share	92,85

Aktier KL

Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til afdelingens relative afkast. Afdelingens betydelige investeringer indenfor sektoren stabilt forbrug samt begrænsede investeringer indenfor sektorerne energi og materialer bidrog negativt. Modsat bidrog afdelingens betydelige investeringer indenfor sektorerne industri samt informationsteknologi positivt.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet negativt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske selskab CVS Health, der bl.a. driver en apotekerkæde i USA, samt investeringerne i det engelske medicinalsselskab Shire og Unilever, der producerer fødevarer og husholdningsartikler, som bidrog negativt. Modsat var afdelingens investeringer i den amerikanske industrivirksomhed Johnson Controls, samt investeringerne i de to amerikanske transportvirksomheder Union Pacific og FedEx de største positive bidragsydere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne cyklisk forbrug, stabilt forbrug, informationsteknologi og industri. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme overfor udviklingen i det private forbrug, erhvervsinvesteringerne samt den generelle økonomiske vækst.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne cyklisk forbrug, stabilt forbrug, informationsteknologi og industri, mens vi indtil videre har en undervægt indenfor sektorerne energi og materialer. Endvidere har vi fravalgt investeringer i både forsynings- samt telekommunikationssektoren.

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

Aktier KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	21	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	71	83	Indestående i depotselskab	7.510	21.531
3 Udbytter	44.780	37.865	I alt likvide midler	7.510	21.531
I alt renter og udbytter	44.730	37.783	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	2.738.436	2.106.611
Kapitalandele	183.055	80.995	I alt kapitalandele	2.738.436	2.106.611
Valutakonti	÷175	7.899	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	÷10	÷27	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	0	113
5 Handelsomkostninger	÷1.358	÷2.333	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.768	2.897
I alt kursgevinster og -tab	181.513	86.534	Aktuelle skatteaktiver	1.120	1.253
I alt indtægter	226.243	124.317	I alt andre aktiver	2.888	4.264
6 Administrationsomkostninger	36.060	30.935	Aktiver i alt	2.748.834	2.132.406
Resultat før skat	190.183	93.382	Passiver		
7 Skat	4.875	3.458	9 Investorerens formue	2.748.118	2.132.233
Årets nettoresultat	185.308	89.924	Anden gæld:		
Resultatdisponering			Skyldige omkostninger	716	173
Foreslået udlodning	0	186.311	I alt anden gæld	716	173
Overført til udlodning næste år	0	998	Passiver i alt	2.748.834	2.132.406
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	0	187.309			
Overført til formuen	185.308	÷97.384			
I alt disponeret	185.308	89.924			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,45	14,14	11,72	4,05	6,67
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	10,66	10,32
Sharpe Ratio	-	0,53	1,45	0,81	0,56
Indre værdi (DKK pr. andel)	119,49	133,09	131,09	131,61	127,84
Nettoresultat (t.DKK)	22.318	39.936	127.925	89.924	185.308
Udbytte (DKK pr. andel)	3,00	16,00	5,50	11,50	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,55	1,54	1,54	1,54	1,54
ÅOP	1,90	2,06	1,89	1,74	1,68
Omsætningshastighed (antal gange)	0,19	0,96	0,32	0,42	0,25
Investorerens formue (t.DKK)	219.506	595.362	1.786.558	2.132.233	2.748.118
Antal andele	1.837.094	4.473.352	13.628.641	16.200.957	21.496.008
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Aktier KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	21	1
I alt renteindtægter	21	1

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	71	83
I alt renteudgifter	71	83

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	44.780	37.865
I alt udbytter	44.780	37.865

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	183.055	80.995
Valutakonti	÷175	7.899
Øvrige aktiver/passiver	÷10	÷27
Handelsomkostninger	÷1.358	÷2.333
I alt kursgevinster og -tab	181.513	86.534

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷2.734	÷3.916
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.376	1.582
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.358	÷2.333

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	15	0
Managementhonorar	32.781	0	28.108	0
Fast administrationshonorar	3.278	0	2.811	0
I alt opdeltede adm.omk.	36.060	0	30.935	0
I alt adm.omkostninger		36.060		30.935

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4.875	3.458
I alt skat	4.875	3.458

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	44.730	37.783
Ikke refunderbar udbytteskat	÷4.875	÷3.458
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	125	÷519
Kursgevinst til udlodning	÷14.351	152.432
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷7.652	36.203
Udlodning overført fra sidste år	998	133
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	18.974	222.573
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	36.060	30.935
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷3.555	÷4.330
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷20.640	187.309
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷20.640	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	0	187.309

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	16.200.957	2.132.233	13.628.641	1.786.558
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷186.311		÷74.958
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		9.630		900
Emissioner i året	8.564.580	992.861	5.496.745	762.035
Indløsninger i året	÷3.269.529	÷387.060	÷2.924.429	÷433.935
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.458		1.708
Foreslået udlodning		0		186.311
Overførsel af periodens resultat		185.308		÷97.384
Overført til udlodning næste år		0		998
I alt investorenes formue	21.496.008	2.748.118	16.200.957	2.132.233

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	98,8
I alt finansielle instrumenter	99,6	98,8
Øvrige aktiver og passiver	0,4	1,2
I alt	100,0	100,0

AlmenBolig Korte Obligationer KL

Investerer i danske realkredit-, kommunekredit- eller statsobligationer, herunder skatkammerbeviser, udstedt i danske kroner med en gennemsnitlig varighed som korte obligationer.

Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d

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

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

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

AlmenBolig Korte Obligationer KL

Resultatopgørelse		Balance	
22.6.-31.12.2016 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	
		Aktiver	
Renter og udbytter:		Likvide midler:	
1 Renteindtægter	4.503	Indestående i depotselskab	1.443
2 Renteudgifter	25	I alt likvide midler	1.443
I alt renter og udbytter	4.478	Obligationer:	
3 Kursgevinster og -tab:		Not. obl. fra danske udstedere	1.097.945
Obligationer	÷ 1.796	I alt obligationer	1.097.945
4 Handelsomkostninger	0	Andre aktiver:	
I alt kursgevinster og -tab	÷ 1.796	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.663
I alt indtægter	2.682	Mellemvær. vedr. handelsafv.	42.983
5 Administrationsomkostninger	742	I alt andre aktiver	47.647
Resultat før skat	1.940	Aktiver i alt	1.147.034
Skat	0	Passiver	
Årets nettoresultat	1.940	7 Investorerers formue	1.115.492
Resultatdisponering		Anden gæld:	
Foreslået udlodning	1.111	Skyldige omkostninger	41
Overført til udlodning næste år	124	Mellemvær. vedr. handelsafv.	31.501
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	1.235	I alt anden gæld	31.542
Overført til formuen	706	Passiver i alt	1.147.034
I alt disponeret	1.940		

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	1.940
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,27
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	-	1.115.492

* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

AlmenBolig Korte Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK 2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	4.503
I alt renteindtægter	4.503

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK 2016

Andre renteudgifter	25
I alt renteudgifter	25

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK 2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	÷ 1.796
I alt kursgevinster og -tab	÷ 1.796

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK 2016

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK 2016

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	482	0
Fast administrationsonorar	260	0
I alt opdelte adm.omk.	742	0
I alt adm.omkostninger		742

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016

Renter og udbytter	4.478
Kursgevinst til udlodning	÷ 3.118
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	1.053
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	2.413
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	742
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 437
I alt til rådighed for udlodning, netto	1.235

Note 7: Investorers formue 2016

	Antal andele Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året	1.112.899
Indløsninger i året	÷ 1
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	654
Foreslået udlodning	1.111
Overførsel af periodens resultat	706
Overført til udlodning næste år	124
I alt investoreernes formue	1.115.492

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4
I alt finansielle instrumenter	98,4
Øvrige aktiver og passiver	1,6
I alt	100,0

AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d

Andelsklasse under AlmenBolig Korte Obligationer KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år. Et nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni fik renterne til at falde. Rentefaldet blev yderligere forstærket, da den europæiske centralbank (ECB) via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september 2016 med en negativ rente på 0,06 pct. I slutningen af 2016 var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst samt

stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af 2016.

Renten på den 2-årige danske statsobligation faldt fra andelsklassens start i 22. juni 2016 og hen over året med 0,06 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den 10-årige danske statsobligation i samme periode steg med 0,09 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 22. juni 2016, har den givet et positivt afkast på 0,41 pct. Andelsklassen har intet benchmark, da andelsklassen følger en absolut investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket andelsklassens afkast måles. Det opnåede afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette indikative indeks, hvilket var 0,00 pct. i samme periode. Andelsklassen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Andelsklassen var primært investeret i korte realkreditobligationer. Rentefald på korte obligationer og rentestigning på lange obligationer, kombineret med en indsnævring af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer betød, at det højeste afkast på 1,7 pct. blev opnået på de 10-årige variabelt forrentede realkreditobligationer med renteloft. I den modsatte retning trak beholdningen af 2-årige statsobligationer, som gav et negativt afkast på 0,1 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer: De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2016

Risikoindikator [1-7]: 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060730505

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	25,1%
1-3 år	54,1%
3-5 år	19,1%
5-10 år	1,6%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d

Andelsklasse under AlmenBolig Korte Obligationer KL

pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke andelsklassens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorenes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Andelsklassen har primært korte realkreditobligationer.

Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017. På grund af realkreditobligationernes merrente er det sandsynligt, at de vil give det højeste afkast.

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

AlmenBolig Korte Obligationer, Klasse DKK d

Andelsklasse under AlmenBolig Korte Obligationer KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	0,41
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	100,41
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	1.940
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	0,10
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,20
ÅOP	-	-	-	-	0,23
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	-	1.115.492
Antal andele	-	-	-	-	11.108.827
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK		22.6.-31.12.2016
Andel af resultat af fællesporteføljen		2.682
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger		742
Klassens resultat		1.940
FINANSIELLE POSTER I PCT.		2016
Øvrige finansielle instrumenter		100,0
I alt finansielle instrumenter		100,0
INVESTORERNES FORMUE		2016
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorerers formue primo		0
Emissioner i året		1.112.899
Indløsninger i året		÷1
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		654
Overførsel af periodens resultat		1.940
Investorerers formue ultimo		1.115.492
Antal andele		
Andele primo året		0
Emissioner i året		11.108.837
Indløsninger i året		÷10
Andele ultimo året		11.108.827

AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en

styrket USD, og ikke mindst på grund af kuppet i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,20 pct. Afdelingen har intet benchmark, da andelsklassen følger en absolut investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et indikatorindeks, mod hvilket andelsklassens afkast måles. Det opnåede afkast var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette indikative indeks, hvilket steg 2,07 pct. i samme periode. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 1999

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0016026081

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 16,4%

1-3 år 44,5%

3-5 år 12,1%

5-10 år 24,8%

Øvrige inkl. likvide 2,2%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio 1,44

Standardafvigelse 1,23

AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL

Vurdering af resultatet

Afdelingen var primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet samt en indsnævring af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer betød, at de højeste afkast blev opnået på afdelingens lange obligationer. Afdelingens bedste investering var beholdningen af 30-årige realkreditobligationer med 2½ pct. i kupon. Den gav 4,3 pct. i afkast. I den modsatte retning trak beholdningen af 2-årige statsobligationer, som gav et afkast på 0,1 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	5.036	5.181	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	49	83	Indestående i depotselskab	6.238	14.401
I alt renter og udbytter	4.987	5.098	I alt likvide midler	6.238	14.401
Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
3 Obligationer	4.724	÷5.208	Not. obl. fra danske udstedere	327.458	265.976
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	327.458	265.976
I alt kursgevinster og -tab	4.724	÷5.208	Andre aktiver:		
I alt indtægter	9.711	÷110	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.385	1.465
5 Administrationsomkostninger	730	780	Mellemvær. vedr. handelsafv.	15.279	0
Resultat før skat	8.981	÷890	I alt andre aktiver	16.664	1.465
Skat	0	0	Aktiver i alt	350.360	281.843
Årets nettoresultat	8.981	÷890	Passiver		
Resultatdisponering			7 Investorerens formue	350.351	272.610
Foreslået udlodning	1.389	3.553	Anden gæld:		
Udbetalt acontoudlodning	2.402	2.193	Skyldige omkostninger	9	9
Overført til udlodning næste år	325	33	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	9.224
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	4.116	5.780	I alt anden gæld	9	9.233
Overført til formuen	4.866	÷6.670	Passiver i alt	350.360	281.843
I alt disponeret	8.981	÷890			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	3,47	0,88	2,53	÷0,35	3,20
Sharpe Ratio	2,21	1,89	2,20	0,78	1,44
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,85	101,34	101,89	99,74	100,91
Nettoresultat (t.DKK)	8.949	2.298	6.666	÷890	8.981
Udbytte (DKK pr. andel)	2,50	2,00	1,90	2,10	1,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,35	0,34	0,36	0,28	0,24
ÅOP	0,48	0,44	0,46	0,39	0,23
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,10	0,24	0,39	0,14
Investorerens formue (t.DKK)	256.444	260.593	274.437	272.610	350.351
Antal andele	2.493.443	2.571.535	2.693.513	2.733.141	3.471.761
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.036	5.171
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	10
I alt renteindtægter	5.036	5.181

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	49	83
I alt renteudgifter	49	83

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.724	÷5.209
I alt kursgevinster og -tab	4.724	÷5.208

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	485	0	479	0
Fast administrationshonorar	245	0	301	0
I alt opdelte adm.omk.	730	0	780	0
I alt adm.omkostninger		730		780

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	4.987	5.098
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	83
Kursgevinst til udlodning	÷564	1.276
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	492	31
Udlodning overført fra sidste år	33	76
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	4.949	6.565
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	730	780
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷103	÷5
I alt til rådighed for udlodning, netto	4.116	5.780

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	2.733.141	272.610	2.693.513	274.437
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser				÷2.694
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷117		8
Emissioner i året	884.834	89.529	91.689	9.159
Indløsninger i året	÷146.214	÷14.747	÷52.061	÷5.227
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		49		10
Foreslået udlodning		1.389		3.553
Overførsel af periodens resultat		4.866		÷6.670
Overført til udlodning næste år		325		33
I alt investorernes formue	3.471.761	350.351	2.733.141	272.610

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,5	97,6
I alt finansielle instrumenter	93,5	97,6
Øvrige aktiver og passiver	6,5	2,4
I alt	100,0	100,0

AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL

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

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d

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

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

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

AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL

Resultatopgørelse		Balance	
8.6.-31.12.2016 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	2.685	Likvide midler:	
2 Renteudgifter	2	Indestående i depotselskab	586
I alt renter og udbytter	2.683	I alt likvide midler	586
3 Kursgevinster og -tab:		Obligationer:	
Obligationer	720	Not. obl. fra danske udstedere	303.131
4 Handelsomkostninger	0	I alt obligationer	303.131
I alt kursgevinster og -tab	720	Andre aktiver:	
I alt indtægter	3.403	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.437
5 Administrationsomkostninger	347	Mellemvær. vedr. handelsafv.	11.469
Resultat før skat	3.056	I alt andre aktiver	12.907
Skat	0	Aktiver i alt	316.624
Årets nettoresultat	3.056	Passiver	
Resultatdisponering		7 Investorerers formue	308.213
Foreslået udlodning	1.831	Anden gæld:	
Overført til udlodning næste år	47	Skyldige omkostninger	10
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	1.878	Mellemvær. vedr. handelsafv.	8.400
Overført til formuen	1.178	I alt anden gæld	8.410
I alt disponeret	3.056	Passiver i alt	316.624

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	3.056
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,43
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	-	308.213

* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK 2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	2.685
I alt renteindtægter	2.685

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK 2016

Andre renteudgifter	2
I alt renteudgifter	2

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK 2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	720
I alt kursgevinster og -tab	720

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK 2016

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK 2016

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	226	0
Fast administrationsonorar	121	0
I alt opdelte adm.omk.	347	0
I alt adm.omkostninger		347

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016

Renter og udbytter	2.683
Kursgevinst til udlodning	÷458
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	2.225
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	347
I alt til rådighed for udlodning, netto	1.878

Note 7: Investorers formue 2016

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året		305.157
Forslået udlodning		1.831
Overførsel af periodens resultat		1.178
Overført til udlodning næste år		47
I alt investorenes formue		308.213

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4
I alt finansielle instrumenter	98,4
Øvrige aktiver og passiver	1,6
I alt	100,0

AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d

Andelsklasse under AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år med store overraskelser og nye rekorder. Et nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni fik renterne til at falde. Rentefaldet blev yderligere forstærket, da Den Europæiske Centralbank (ECB) via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september 2016 med en negativ rente på 0,06 pct. I slutningen af 2016 var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen 2016.

Renten på den 2-årige danske statsobligation faldt fra andelsklassens start i 8. juni 2016 og hen over året med 0,14 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den 10-årige danske statsobligation i samme periode steg med 0,03 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 8. juni 2016, har den givet et positivt afkast på 1,00 pct., mens benchmarket steg 0,11 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer set i forhold til benchmark. Den positionering var positiv for afkastet, da især lange realkreditobligationer gav højere afkast end sammenlignelige statsobligationer. Det højeste afkast blev opnået på 20-årige realkreditobligationer med 2 pct. i kupon. De gav 2,1 pct. i afkast. I den modsatte retning trak beholdningen af 30-årige 4 pct. realkreditobligationer, som gav 0 pct. i afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke andelsklassens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2016
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 2.0 years
Fondskode: DK0060730778
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	19,6%
1-3 år	26,9%
3-5 år	48,7%
5-10 år	4,5%
Øvrige inkl. likvide	0,3%

AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d

Andelsklasse under AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorerne afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Andelsklassen har en høj vægt af realkreditobligationer og en overvægt af lange obligationer set i forhold til benchmark. Det er mest sandsynligt, at andelen af lange realkreditobligationer vil blive reduceret lidt til fordel for kortere realkreditobligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente, forventes de at give det højeste afkast.

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

AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d

Andelsklasse under AlmenBolig Obligationer Varighed 2 KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	1,00
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	0,11
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	101,00
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	3.056
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	0,60
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,20
ÅOP	-	-	-	-	0,23
Investorerens formue (t.DKK)	-	-	-	-	308.213
Antal andele	-	-	-	-	3.051.574
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK		9.6.-31.12.2016
Andel af resultat af fællesporteføljen		3.403
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger		347
Klassens resultat		3.056
FINANSIELLE POSTER I PCT.		2016
Øvrige finansielle instrumenter		100,0
I alt finansielle instrumenter		100,0
INVESTORERNES FORMUE		2016
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorerens formue primo		0
Emissioner i året		305.157
Indløsninger i året		0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		0
Overførsel af periodens resultat		3.056
Investorerens formue ultimo		308.213
Antal andele		
Andele primo året		0
Emissioner i året		3.051.574
Indløsninger i året		0
Andele ultimo året		3.051.574

Danske Obligationer Absolut KL

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.

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

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

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

Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 2,71 pct. Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles. Det opnåede afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette indikative indeks, hvilket steg 2,07 pct. i samme periode. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Afdelingen var primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet i 2016 samt en indsnævring af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer betød, at de højeste afkast blev opnået på afdelingens lange obligationer. Afde-

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2009

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060158673

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	18,2%
1-3 år	35,5%
3-5 år	22,8%
5-10 år	23,4%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,43
Standardafvigelse	1,19

Danske Obligationer Absolut KL

lingens bedste investeringer var beholdningerne af 20-årige realkreditobligationer med 1½ pct. og 2 pct. i kupon. De gav 7-8 pct. i afkast. I den modsatte retning trak beholdningen af korte statsobligationer, som gav et negativt afkast på 0,2 pct. samt de variabelt forrentede realkreditobligationer, som gav positive afkast i niveauet 0,2-0,5 pct. Sidstnævnte type obligationer er kursstabile, og de fik derfor kun i begrænset omfang gavn af rentefaldet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen har primært realkreditobligationer og en lille overvægt af renterisiko i forhold til mellemlange danske obligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017. På grund af realkreditobligationernes merrente er det sandsynligt, at de vil give det højeste afkast.

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

Danske Obligationer Absolut KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	128.621	99.485	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	232	511	Indestående i depotselskab	10.203	57.234
I alt renter og udbytter	128.389	98.974	I alt likvide midler	10.203	57.234
Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	70.880	÷115.545	Not. obl. fra danske udstedere	7.803.222	6.544.340
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	7.803.222	6.544.340
I alt kursgevinster og -tab	70.880	÷115.545	Andre aktiver:		
I alt indtægter	199.269	÷16.571	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	44.952	34.582
5 Administrationsomkostninger	11.384	7.746	Andre tilgodehavender	0	1.127
Resultat før skat	187.885	÷24.317	Mellemvær. vedr. handelsafv.	280.894	0
Skat	0	0	I alt andre aktiver	325.846	35.709
Årets nettoresultat	187.885	÷24.317	Aktiver i alt	8.139.271	6.637.283
Resultatdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	53.677	44.763	7 Investorers formue	8.041.870	6.629.417
Udbetalt acontoudlodning	72.377	62.192	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	7.247	4.738	Skyldige omkostninger	200	0
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	133.301	111.692	Mellemvær. vedr. handelsafv.	97.202	7.866
Overført til formuen	54.584	÷136.009	I alt anden gæld	97.402	7.866
I alt disponeret	187.885	÷24.317	Passiver i alt	8.139.271	6.637.283

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	4,30	1,29	3,10	÷0,64	2,71
Sharpe Ratio	3,22	2,16	2,18	0,82	1,43
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,94	105,69	106,64	103,67	104,87
Nettoresultat (t.DKK)	124.613	43.679	134.640	÷24.317	187.885
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	2,30	2,30	1,80	1,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
ÅOP	0,21	0,18	0,18	0,18	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)	0,25	0,00	0,20	0,21	0,29
Investorers formue (t.DKK)	3.453.799	4.749.579	4.636.105	6.629.417	8.041.870
Antal andele	32.298.054	44.939.053	43.474.044	63.946.932	76.681.522
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danske Obligationer Absolut KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	128.621	99.332
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	153
I alt renteindtægter	128.621	99.485

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	232	511
I alt renteudgifter	232	511

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	70.880	+ 112.638
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	+ 2.907
I alt kursgevinster og -tab	70.880	+ 115.545

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Gebyrer til depotselskab	0	0	454	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	4.452	0
Managementhonorar	9.107	0	1.877	0
Fast administrationshonorar	2.277	0	963	0
I alt opdelte adm.omk.	11.384	0	7.746	0
I alt adm.omkostninger		11.384		7.746

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	128.389	98.974
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	511
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	12.416	21.442
Udlodning overført fra sidste år	4.738	78
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	145.542	121.005
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	11.384	7.746
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+ 857	+ 1.567
I alt til rådighed for udlodning, netto	133.301	111.692

Note 7: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	63.946.932	6.629.417	43.474.044	4.636.105
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+ 44.763		+ 52.169
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		54		2.777
Emissioner i året	39.152.717	4.101.098	30.721.775	3.204.733
Indløsninger i året	+ 26.418.127	+ 2.765.076	+ 10.248.887	+ 1.078.738
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		5.631		3.218
Foreslået udlodning		53.677		44.763
Overførsel af periodens resultat		54.584		+ 136.009
Overført til udlodning næste år		7.247		4.738
I alt investoreernes formue	76.681.522	8.041.870	63.946.932	6.629.417

Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,0	98,7
I alt finansielle instrumenter	97,0	98,7
Øvrige aktiver og passiver	3,0	1,3
I alt	100,0	100,0

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko KL

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.

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en

styrket USD, og ikke mindst på grund af kuppet i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Renten på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 1,37 pct. Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et indikatorindeks, mod hvilket afdelingens afkast måles. Det opnåede afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette indikative indeks, hvilket steg 0,69 pct. i samme periode. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2009

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060158590

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 29,7%

1-3 år 55,1%

3-5 år 12,1%

5-10 år 2,9%

Øvrige inkl. likvide 0,2%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio 1,81

Standardafvigelse 0,49

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko KL

Vurdering af resultatet

Afdelingen var primært investeret i korte realkreditobligationer. Rentefaldet i 2016 samt en indsnævring af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer betød, at de højeste afkast blev opnået på afdelingens lange obligationer. Afdelingens bedste investeringer var beholdningerne af 15-årige og 20-årige realkreditobligationer med 2½ pct. i kupon. De gav afkast i niveauet 5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af korte statsobligationer, som gav et negativt afkast på 0,2 pct. samt de variabelt forrentede realkreditobligationer, som gav positive afkast i niveauet 0,2-0,5 pct. Sidstnævnte type obligationer er kursstabile, og de fik derfor kun i begrænset omfang gavn af rentefaldet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorerne afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen har primært korte realkreditobligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017. På grund af realkreditobligationernes merrente er det sandsynligt, at de vil give det højeste afkast.

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

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	81.785	69.528	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	199	353	Indestående i depotselskab	9.513	77.455
I alt renter og udbytter	81.586	69.175	I alt likvide midler	9.513	77.455
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷242	÷51.060	Not. obl. fra danske udstedere	5.278.907	4.920.628
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	5.278.907	4.920.628
I alt kursgevinster og -tab	÷242	÷51.060	Andre aktiver:		
I alt indtægter	81.344	18.116	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	31.560	23.675
5 Administrationsomkostninger	8.231	5.629	Andre tilgodehavender	0	760
Resultat før skat	73.113	12.487	Mellemvær. vedr. handelsafv.	218.413	0
Skat	0	0	I alt andre aktiver	249.973	24.435
Årets nettoresultat	73.113	12.487	Aktiver i alt	5.538.393	5.022.518
Resultatdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	31.984	39.567	7 Investorerers formue	5.406.791	5.022.314
Udbetalt acontoudlodning	36.154	36.031	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	3.834	698	Skyldige omkostninger	134	0
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	71.972	76.297	Mellemvær. vedr. handelsafv.	131.469	204
Overført til formuen	1.141	÷63.810	I alt anden gæld	131.603	204
I alt disponeret	73.113	12.487	Passiver i alt	5.538.393	5.022.518

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	3,40	1,48	0,97	0,34	1,37
Sharpe Ratio	4,43	3,31	2,70	1,29	1,81
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,56	104,19	103,20	101,55	101,43
Nettoresultat (t.DKK)	79.368	49.975	30.259	12.487	73.113
Udbytte (DKK pr. andel)	2,25	2,00	1,90	1,80	1,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
ÅOP	0,21	0,18	0,18	0,18	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)	0,35	0,07	0,48	0,33	0,48
Investorerers formue (t.DKK)	3.535.179	3.538.480	3.639.392	5.022.314	5.406.791
Antal andele	33.808.456	33.961.861	35.265.563	49.458.850	53.306.327
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

2016	2015			
Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK				
Noterede obligationer fra danske udstedere	81.785	69.528		
I alt renteindtægter	81.785	69.528		
Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK				
Andre renteudgifter	199	353		
I alt renteudgifter	199	353		
Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK				
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷242	÷51.060		
I alt kursgevinster og -tab	÷242	÷51.060		
Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK				
Bruttohandelsomkostninger	0	0		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0		
Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK				
	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Gebyrer til depotselskab	0	0	341	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.247	0
Managementhonorar	6.585	0	1.340	0
Fast administrationshonorar	1.646	0	702	0
I alt opdelte adm.omk.	8.231	0	5.629	0
I alt adm.omkostninger		8.231		5.629

2016	2015	
Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK		
Renter og udbytter	81.586	69.175
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	353
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷2.212	10.259
Udlodning overført fra sidste år	698	3.032
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	80.072	82.819
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	8.231	5.629
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	131	÷894
I alt til rådighed for udlodning, netto	71.972	76.297

2016	2015			
Note 7: Investorers formue				
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	49.458.850	5.022.314	35.265.563	3.639.392
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷39.567		÷35.266
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷5.495		÷156
Emissioner i året	21.921.538	2.228.322	21.803.929	2.218.626
Indløsninger i året	÷18.074.061	÷1.838.023	÷7.610.642	÷778.264
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.281		1.526
Foreslået udlodning		31.984		39.567
Overførsel af periodens resultat		1.141		÷63.810
Overført til udlodning næste år		3.834		698
I alt investorerens formue	53.306.327	5.406.791	49.458.850	5.022.314

Supplerende noter

2016	2015	
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	98,0
I alt finansielle instrumenter	97,6	98,0
Øvrige aktiver og passiver	2,4	2,0
I alt	100,0	100,0

Danske Obligationer Allokering KL

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

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

Risikoprofil

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

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

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

Markedet

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

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

Renten på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 2,07 pct., mens benchmarket steg 2,07 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i lange 20-årige og 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 3,5 pct. eller derunder. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 4 og 9 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af helt korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem 2016 havde afdelingen en overvægt af

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 2013

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 3,0 years

Fondskode: DK0060476539

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 9,7%

1-3 år 48,1%

3-5 år 37,8%

5-10 år 3,9%

Øvrige inkl. likvide 0,5%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio 1,36

Standardafvigelse 1,12

Tracking error 0,66

Information Ratio -0,89

Sharpe Ratio (benchm.) 1,36

Standardafvigelse (benchm.) 1,55

Danske Obligationer Allokering KL

realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer relativt til benchmark. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav det bedste afkast. Renterisikoen hen over året var lavere end benchmarket, hvilket trak i den modsatte retning.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag undervægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem

2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente forventer vi, at realkreditobligationer vil give det højeste afkast.

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

Danske Obligationer Allokering KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	90.187	85.442	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	108	505	Indestående i depotselskab	30.632	181.434
I alt renter og udbytter	90.079	84.937	I alt likvide midler	30.632	181.434
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	37.315	÷97.216	Not. obl. fra danske udstedere	5.661.237	5.127.798
Afledte finansielle instr.	860	375	I alt obligationer	5.661.237	5.127.798
4 Handelsomkostninger	0	0	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	38.175	÷96.840	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	43.724	29.380
I alt indtægter	128.254	÷11.904	Mellemvær. vedr. handelsafv.	145.503	1.853
5 Administrationsomkostninger	30.075	12.301	I alt andre aktiver	189.228	31.233
Resultat før skat	98.179	÷24.205	Aktiver i alt	5.881.097	5.340.465
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	98.179	÷24.205	7 Investorerens formue	5.686.800	5.070.988
Resultatdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	44.247	34.999	Skyldige omkostninger	516	142
Overført til udlodning næste år	2.366	2.118	Mellemvær. vedr. handelsafv.	193.781	269.335
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	46.613	37.117	I alt anden gæld	194.297	269.477
Overført til formuen	51.565	÷61.321	Passiver i alt	5.881.097	5.340.465
I alt disponeret	98.179	÷24.205			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	1,44	3,05	÷0,49	2,07
Benchmarkafkast (pct.)*	-	0,26	4,39	÷0,04	2,07
Sharpe Ratio	-	-	-	-	1,36
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	101,44	103,31	101,42	102,82
Nettoresultat (t.DKK)*	-	3.056	74.879	÷24.205	98.179
Udbytte (DKK pr. andel)	-	1,20	1,40	0,70	0,80
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,56	0,55	0,27	0,55
ÅOP	-	0,59	0,58	0,58	0,58
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,00	0,13	0,19	0,10
Investorerens formue (t.DKK)	-	1.994.712	3.547.731	5.070.988	5.686.800
Antal andele	-	19.664.935	34.339.794	49.998.102	55.309.306
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Danske Obligationer Allokering KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	90.187	84.047
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	1.395
I alt renteindtægter	90.187	85.442

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	108	505
I alt renteudgifter	108	505

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	37.315	+95.792
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	+1.424
Renteforretninger	860	375
I alt kursgevinster og -tab	38.175	+96.840

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	24.607	0	7.763	0
Fast administrationshonorar	5.468	0	4.538	0
I alt opdelte adm.omk.	30.075	0	12.301	0
I alt adm.omkostninger		30.075		12.301

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	90.079	84.937
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	505
Kursgevinst til udlodning	+16.551	+43.505
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	2.143	8.516
Udlodning overført fra sidste år	2.118	1.366
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	77.789	51.820
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	30.075	12.301
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+1.100	+2.402
I alt til rådighed for udlodning, netto	46.613	37.117

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	49.998.102	5.070.988	34.339.794	3.547.731
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+34.999		+48.076
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		317		1.197
Emissioner i året	23.229.330	2.380.767	27.899.478	2.842.968
Indløsninger i året	+17.918.126	+1.832.848	+12.241.170	+1.251.263
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4.396		2.637
Foreslået udlodning		44.247		34.999
Overførsel af periodens resultat		51.565		+61.321
Overført til udlodning næste år		2.366		2.118
I alt investorernes formue	55.309.306	5.686.800	49.998.102	5.070.988

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	101,1
I alt finansielle instrumenter	99,6	101,1
Øvrige aktiver og passiver	0,4	+1,1
I alt	100,0	100,0

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.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende, klasse DKK W h

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

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

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

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	36.803	30.167	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	61	173	Indestående i depotselskab	10.352	97.430
I alt renter og udbytter	36.742	29.994	I alt likvide midler	10.352	97.430
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	13.226	÷33.688	Not. obl. fra danske udstedere	2.282.175	1.963.190
Afledte finansielle instr.	693	142	I alt obligationer	2.282.175	1.963.190
4 Handelsomkostninger	0	0	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	13.919	÷33.546	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	16.322	10.812
I alt indtægter	50.662	÷3.552	Mellemvær. vedr. handelsafv.	58.557	98
5 Administrationsomkostninger	12.453	4.495	I alt andre aktiver	74.879	10.910
Resultat før skat	38.208	÷8.047	Aktiver i alt	2.367.406	2.071.529
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	38.208	÷8.047	6 Investorers formue	2.291.457	1.957.671
Resultatdisponering			Anden gæld:		
Overført til formuen	38.208	÷8.047	Skyldige omkostninger	209	54
I alt disponeret	38.208	÷8.047	Mellemvær. vedr. handelsafv.	75.740	113.804
			I alt anden gæld	75.949	113.859
			Passiver i alt	2.367.406	2.071.529

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷954	30.256	÷8.047	38.208
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,00	0,07	0,26	0,08
Investorers formue (t.DKK)	-	556.127	1.246.228	1.957.671	2.291.457

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	36.803	29.581
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	586
I alt renteindtægter	36.803	30.167

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	61	173
I alt renteudgifter	61	173

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	13.226	÷33.126
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	÷562
Renteforretninger	693	142
I alt kursgevinster og -tab	13.919	÷33.546

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	10.189	0	2.825	0
Fast administrationshonorar	2.264	0	1.670	0
I alt opdeltede adm.omk.	12.453	0	4.495	0
I alt adm.omkostninger		12.453		4.495

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		1.957.671		1.246.228
Emissioner i året		1.319.598		1.044.226
Indløsninger i året		÷1.026.124		÷326.010
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.104		1.274
Overførsel af periodens resultat		38.208		÷8.047
I alt investoreernes formue		2.291.457		1.957.671

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	100,3
I alt finansielle instrumenter	99,6	100,3
Øvrige aktiver og passiver	0,4	÷0,3
I alt	100,0	100,0

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer i obligationer 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 valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at

stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 2,02 pct., mens benchmarket steg 2,07 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i andelsklassens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i lange 20-årige og 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 3,5 pct. eller derunder. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 4 og 9 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af helt korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem 2016 havde andelsklassen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer relativt til benchmark. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav det bedste afkast. Renterisikoen i andelsklassen hen over året var lavere end benchmarket, hvilket trak i den modsatte retning.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 3,0 years
Fondskode: DK0060509727
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	10,8%
1-3 år	47,6%
3-5 år	36,5%
5-10 år	4,3%
Øvrige inkl. likvide	0,8%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,42
Standardafvigelse	1,14
Tracking error	0,65
Information Ratio	-0,78
Sharpe Ratio (benchm.)	1,36
Standardafvigelse (benchm.)	1,55

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke andelsklassens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorenes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	0,71	3,40	÷0,51	2,02
Benchmarkafkast (pct.)*	-	0,49	4,39	÷0,04	2,07
Sharpe Ratio	-	-	-	-	1,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	100,71	104,13	103,59	105,69
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷954	30.256	÷8.047	38.208
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,67	0,55	0,27	0,55
ÅOP	-	0,70	0,58	0,58	0,58
Investorerens formue (t.DKK)	-	556.127	1.246.228	1.957.671	2.291.457
Antal andele	-	5.522.308	11.968.470	18.897.751	21.681.803
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	50.662	÷3.552
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	12.453	4.495
Klassens resultat	38.208	÷8.047
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorerens formue primo	1.957.671	1.246.228
Emissioner i året	1.319.598	1.044.226
Indløsninger i året	÷1.026.124	÷326.010
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.104	1.274
Overførsel af periodens resultat	38.208	÷8.047
Investorerens formue ultimo	2.291.457	1.957.671
Antal andele		
Andele primo året	18.897.751	11.968.470
Emissioner i året	12.548.934	10.080.808
Indløsninger i året	÷9.764.882	÷3.151.527
Andele ultimo året	21.681.803	18.897.751

Danske Obligationer Varighed 0 – 6 KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år. Et nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni fik renterne til at falde. Rentefaldet blev yderligere forstærket, da den europæiske centralbank (ECB) via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september 2016 med en negativ rente på 0,06 pct. I slutningen af 2016 var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger.

Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af 2016.

Renten på den 2-årige danske statsobligation faldt fra afdelingens start 18. maj 2016 og hen over året med 0,17 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den 10-årige danske statsobligation i samme periode faldt med 0,08 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Siden afdelingen blev introduceret den 18. maj 2016, har den givet et positivt afkast på 1,92 pct. Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles. Det opnåede afkast var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette indikative indeks, hvilket steg 0,59 pct. i samme periode. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Afdelingen var primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet samt en indsnævring af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer betød, at de højeste afkast blev opnået på afdelingens lange obligationer. Afdelingens bedste investering var beholdningen af 30-årige realkreditobligationer med 2½ pct. i kupon. Den gav 4,2 pct. i afkast. I den modsatte retning trak beholdningen af 2-årige statsobligationer, som gav et afkast på 0,1 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2016

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060700862

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 19,8%

1-3 år 35,0%

3-5 år 22,3%

5-10 år 22,8%

Øvrige inkl. likvide 0,1%

Danske Obligationer Varighed 0 – 6 KL

pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen er næsten udelukkende investeret i realkreditobligationer og har en lille overvægt af renterisiko i forhold til mellemlange danske obligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017. På grund af realkreditobligationernes merrente er det sandsynligt, at de vil give det højeste afkast.

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

Danske Obligationer Varighed 0 – 6 KL

Resultatopgørelse		Balance	
18.5.-31.12.2016		31.12.2016	
1.000 DKK		1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	889	Likvide midler:	
2 Renteudgifter	2	Indestående i depotselskab	134
I alt renter og udbytter	887	I alt likvide midler	134
Kursgevinster og -tab:		Obligationer:	
Obligationer	193	Not. obl. fra danske udstedere	102.050
4 Handelsomkostninger	0	I alt obligationer	102.050
I alt kursgevinster og -tab	193		
I alt indtægter		Andre aktiver:	
1.080	1.080	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	633
5 Administrationsomkostninger	82	Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.672
Resultat før skat	999	I alt andre aktiver	4.305
Skat	0	Aktiver i alt	106.488
Årets nettoresultat	999		
Resultatdisponering		Passiver	
Foreslået udlodning	718	7 Investorers formue	104.386
Udbetalt acontoudlodning	102	Anden gæld:	
Overført til udlodning næste år	43	Skyldige omkostninger	3
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	863	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.100
Overført til formuen	136	I alt anden gæld	2.103
I alt disponeret	999	Passiver i alt	106.488

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	1,92
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	101,82
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	999
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	0,80
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,15
ÅOP	-	-	-	-	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,28
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	-	104.386
Antal andele	-	-	-	-	1.025.192
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Danske Obligationer Varighed 0 – 6 KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK 2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	889
I alt renteindtægter	889

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK 2016

Andre renteudgifter	2
I alt renteudgifter	2

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK 2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	193
I alt kursgevinster og -tab	193

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK 2016

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK 2016

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	66	0
Fast administrationshonorar	16	0
I alt opdelte adm.omk.	82	0
I alt adm.omkostninger		82

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016

Renter og udbytter	887
Kursgevinst til udlodning	÷ 101
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	174
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	960
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	82
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 15
I alt til rådighed for udlodning, netto	863

Note 7: Investorers formue 2016

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året	1.025.192	103.474
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		15
Foreslået udlodning		718
Overførsel af periodens resultat		136
Overført til udlodning næste år		43
I alt investorenes formue	1.025.192	104.386

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8
I alt finansielle instrumenter	97,8
Øvrige akiver og passiver	2,2
I alt	100,0

Danske Obligationer Varighed 3 KL

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i danske kroner, i et sådant forhold, at beholdningens beregnede varighed er mellem 1 år og 5 år.

Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år. Svage økonomiske nøgletal og sænkede inflationsforventninger fik den europæiske centralbank (ECB) til på sit møde i marts at sænke indlånsrenten og øge opkøbsprogrammet for obligationer. Obligationensrenterne reagerede over en bred kam med at falde. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Renten på den

danske toneangivende 10-årige statsobligation satte en ny historisk bundrekord i september 2016 med en negativ rente på 0,06 pct. I slutningen af 2016 var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af 2016.

Renten på den 2-årige danske statsobligation faldt fra afdelingens start 8. marts 2016 og hen over året med 0,25 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den 10-årige danske statsobligation i samme periode faldt med 0,18 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Siden afdelingen blev introduceret den 8. marts 2016, har den givet et positivt afkast på 2,46 pct., mens benchmarket steg 1,17 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Afdelingen har fra start haft en større andel lange obligationer set i forhold til benchmarket. Det var gunstigt, da de faldende renter medførte de højeste afkast på de lange obligationer. Afdelingen havde en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer set i forhold til benchmarket. Den positionering var positiv for afkastet, da realkreditobligationer typisk gav højere afkast end sammenlignelige statsobligationer. De højeste afkast blev opnået på 30-årige realkreditobligationer med 2 pct. i kupon. De gav omkring 6 pct. i afkast. I den modsatte retning trak beholdningerne af variabelt forrentede realkreditobligationer, som gav positive afkast i niveauet 0,3-0,5 pct. Sidstnævnte type obligationer er kursstabile, og de fik derfor kun i begrænset omfang gavn af rentefaldet.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 2016

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 3.0 years

Fondskode: DK0060700946

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	10,3%
1-3 år	40,9%
3-5 år	17,1%
5-10 år	28,9%
Over 10 år	2,5%
Øvrige inkl. likvide	0,3%

Danske Obligationer Varighed 3 KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen har en høj vægt af realkreditobligationer og en overvægt af lange obligationer set i forhold til benchmark. Det er mest sandsynligt, at andelen af lange realkreditobligationer vil blive reduceret lidt til fordel for kortere realkreditobligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente, forventes de at give det højeste afkast.

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

Danske Obligationer Varighed 3 KL

Resultatopgørelse		Balance	
8.3.-31.12.2016 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	29.263	Likvide midler:	
2 Renteudgifter	55	Indestående i depotselskab	7.834
I alt renter og udbytter	29.208	I alt likvide midler	7.834
3 Kursgevinster og -tab:		Obligationer:	
Obligationer	16.332	Not. obl. fra danske udstedere	2.154.595
4 Handelsomkostninger	0	I alt obligationer	2.154.595
I alt kursgevinster og -tab	16.332	Andre aktiver:	
I alt indtægter	45.540	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	11.043
5 Administrationsomkostninger	2.631	Mellemvær. vedr. handelsafv.	76.767
Resultat før skat	42.908	I alt andre aktiver	87.810
Skat	0	Aktiver i alt	2.250.239
Årets nettoresultat	42.908	Passiver	
Resultatdisponering		7 Investorers formue	2.176.682
Foreslået udlodning	14.929	Anden gæld:	
Udbetalt acontoudlodning	9.285	Skyldige omkostninger	56
Overført til udlodning næste år	6	Mellemvær. vedr. handelsafv.	73.502
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	24.220	I alt anden gæld	73.557
Overført til formuen	18.689	Passiver i alt	2.250.239
I alt disponeret	42.908		

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	2,46
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	1,17
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	102,06
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	42.908
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	1,10
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,15
ÅOP	-	-	-	-	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,29
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	-	2.176.682
Antal andele	-	-	-	-	21.327.300
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Danske Obligationer Varighed 3 KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	29.263
I alt renteindtægter	29.263

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

2016

Andre renteudgifter	55
I alt renteudgifter	55

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

2016

Noterede obligationer fra danske udstedere	16.332
I alt kursgevinster og -tab	16.332

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

2016

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

2016

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0
Managementonorar	2.105	0
Fast administrationsonorar	526	0
I alt opdelte adm.omk.	2.631	0
I alt adm.omkostninger		2.631

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

2016

Renter og udbytter	29.208
Kursgevinst til udlodning	÷ 2.980
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	722
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	26.950
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.631
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 99
I alt til rådighed for udlodning, netto	24.220

Note 7: Investorers formue

2016

	Antal andele Formueværdi i 1.000 DKK	
Emissioner i året	28.951.191	2.915.360
Indløsninger i året	÷ 7.623.891	÷ 774.231
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.930
Foreslået udlodning		14.929
Overførsel af periodens resultat		18.689
Overført til udlodning næste år		6
I alt investorernes formue	21.327.300	2.176.682

Supplerende noter

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

Emerging Markets KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder.

Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvik-

ling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

Markedet

Aktier fra de nye markeder steg i løbet af 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 15,06 pct., mens benchmark steg 14,10 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

I Asien bidrog en undervægt af Kina positivt til afdelingens relative afkast, hjulpet af den svage yuan. Det kinesiske marked klarede sig dårligere end regionen tyngt af bekymringerne over den høje gældsætning i bankerne samt fortsat

Afdelingens profil

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

Landefordeling

Indien	16,6%
Brasilien	12,0%
Hongkong	10,6%
Mexico	7,9%
Syd Korea	7,3%
Øvrige inkl. likvide	45,6%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,45
Standardafvigelse	14,75
Tracking error	5,11
Information Ratio	0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	0,43
Standardafvigelse (benchm.)	14,60
Active share	79,64

Emerging Markets KL

kapitaludstrømning, som tvang myndighederne til at stramme reglerne for køb af udenlandske valutaer. I Hong Kong har AIA lidt under frykten for de eventuelle negative konsekvenser disse indgreb kunne have på salget af deres livsforsikringer i Kina. Vores undervægt af Sydkorea bidrog også til det relative afkast, på grund af svækkelsen i valutaen efter en politisk skandale og rigsretssag mod præsidenten.

Vores overvægt af Filippinerne trak ned i det relative afkast, da landets vedvarende betalingsbalanceunderskud og manglende støtte til pesoen tyngede markedet. Vores store eksponering mod Indien bidrog ligeledes negativt. Markedet reagerede negativt på usikkerheden om effekten på landets økonomi af regeringens beslutning om at tage alle store pengesedler ud af omløb.

Latinamerika bidrog positivt til det relative afkast, hvilket primært kan tilskrives vores overvægt af Brasilien, hvor både markedet og valutaen klarede sig godt. Tilliden på markedet blev løftet af en økonomisk reform oven på en langvarig rigsretssag. Vores brasilianske aktier som f.eks. banken Bradesco, butikscenteroperatøren Multiplan og detailvirksomheden Lojas Renner bidrog positivt. Der var også positive bidrag fra vores investering i stålrørsproducenten Tenaris og den brasilianske jernmalmproducent Vale, som nød godt af de forbedrede udsigter på råvaremarkederne. Vores overvægt af Mexico trak ned i det relative afkast, da landets aktiemarked og pesoen blev tyngt af de negative udsigter med hensyn til Donald Trumps protektionistiske holdning. Derudover var der kursfald i Coca-Cola-tapperiet Femsa og banken Banorte som følge af usikkerhed om deres eksponering mod den indenlandske økonomi.

I de andre regioner var Rusland den bedst performende marked takket være stigende olie priser og udsigt til forbedringer af forholdet til USA efter valget af Trump. I Rusland bidrog Lukoil positivt til det relative afkast som følge af bedre udsigter for olieprisen og fremgang i selskabets regnskab for andet kvartal. Overvægten i Tyrkiet trak ned i afdelingens relative afkast resultat, da såvel aktiemarkedet som liraen var tyngt af politisk usikkerhed og en nedjustering af landets kreditvurdering. Vores aktievalg trak ned i resultatet bl.a. grundet et svag kursudvikling i BIM, Akbank og Garanti.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot

et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutaeserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejre, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Afdelingen undervægter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

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

Emerging Markets KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1.300	342	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	406	265	Indestående i depotselskab	129.698	90.876
3 Udbytter	161.451	158.395	I alt likvide midler	129.698	90.876
I alt renter og udbytter	162.345	158.473	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	6.689.764	5.397.483
Kapitalandele	589.294	÷50.881	I alt kapitalandele	6.689.764	5.397.483
Valutakonti	÷12.716	20.039	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	188	2	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	12.964	10.069
5 Handelsomkostninger	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	211	0
I alt kursgevinster og -tab	576.765	÷30.841	Aktuelle skatteaktiver	1.501	1.409
I alt indtægter	739.111	127.632	I alt andre aktiver	14.676	11.478
6 Administrationsomkostninger	94.401	97.309	Aktiver i alt	6.834.137	5.499.837
Resultat før skat	644.709	30.323	Passiver		
7 Skat	13.501	14.678	9 Investorerers formue	6.831.479	5.499.403
Årets nettoresultat	631.208	15.645	Anden gæld:		
Resultatdisponering			Skyldige omkostninger	1.880	434
Foreslået udlodning	364.542	819.735	Mellemvær. vedr. handelsafv.	778	0
Overført til udlodning næste år	128	1.229	I alt anden gæld	2.658	434
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	364.670	820.964	Passiver i alt	6.834.137	5.499.837
Overført til formuen	266.537	÷805.319			
I alt disponeret	631.208	15.645			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	24,11	÷11,58	10,52	÷4,13	15,06
Benchmarkafkast (pct.)	16,86	÷6,82	11,18	÷5,02	14,10
Sharpe Ratio	1,12	0,04	0,49	÷0,15	0,45
Indre værdi (DKK pr. andel)	37.690,13	31.765,76	33.538,06	30.659,03	30.358,62
Nettoresultat (t.DKK)	1.391.516	÷882.534	773.591	15.645	631.208
Udbytte (DKK pr. andel)	1.750,00	1.440,00	1.880,00	4.570,00	1.620,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,50	1,54	1,56	1,62	1,70
ÅOP	1,82	1,87	1,87	1,84	1,85
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,03	0,00	0,00	0,03
Investorerers formue (t.DKK)	7.761.453	6.375.420	6.681.619	5.499.403	6.831.479
Antal andele	205.928	200.701	199.225	179.373	225.026
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

Emerging Markets KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	1.300	342
I alt renteindtægter	1.300	342

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	406	265
I alt renteudgifter	406	265

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	161.451	158.395
I alt udbytter	161.451	158.395

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	589.294	+50.881
Vælutakonti	+12.716	20.039
Øvrige aktiver/passiver	188	2
I alt kursgevinster og -tab	576.765	+30.841

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+7.414	+6.924
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	7.414	6.924
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	724	0	995	0
Managementhonorar	85.917	0	87.927	0
Fast administrationshonorar	7.760	0	8.386	0
I alt opdelte adm.omk.	94.401	0	97.309	0
I alt adm.omkostninger		94.401		97.309

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	13.501	14.678
I alt skat	13.501	14.678

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	162.345	158.473
Ikke refunderbar udbytteskat	+13.501	+14.678
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	+123	+1.104
Kursgevinst til udlodning	232.561	739.864
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	95.446	37.781
Udlodning overført fra sidste år	1.229	1.320
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	477.956	921.656
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	94.401	97.309
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+18.884	+3.383
I alt til rådighed for udlodning netto	364.670	820.964

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	179.373	5.499.403	199.225	6.681.619
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+819.735		+374.543
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		17.142		78.372
Emissioner i året	105.900	3.165.397	44.073	1.452.981
Indløsninger i året	+60.247	+1.673.649	+63.925	+2.364.016
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		11.714		9.345
Foreslået udlodning		364.542		819.735
Overførsel af periodens resultat		266.537		+805.319
Overført til udlodning næste år		128		1.229
I alt investorenes formue	225.026	6.831.479	179.373	5.499.403

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	98,1
I alt finansielle instrumenter	97,9	98,1
Øvrige aktiver og passiver	2,1	1,9
I alt	100,0	100,0

Euro – Accumulating KL

Andelsklassen investerer i obligationer denomineret i EUR og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Obligationerne skal mindst være ratet AA- Aa3 eller højere.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Euro, klass SEK Y

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

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

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

Euro – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	14.9.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	486	71	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	1	0	Indestående i depotselskab	359	194
I alt renter og udbytter	484	71	I alt likvide midler	359	194
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷740	÷107	Not. obl. fra udl. udstedere	19.025	16.315
Valutakonti	43	55	I alt obligationer	19.025	16.315
Øvrige aktiver/passiver	0	0	Andre aktiver:		
4 Handelsomkostninger	÷15	÷11	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	281	202
I alt kursgevinster og -tab	÷711	÷63	I alt andre aktiver	281	202
I alt indtægter	÷227	8	Aktiver i alt	19.665	16.710
5 Administrationsomkostninger	70	14	Passiver		
Resultat før skat	÷297	÷6	6 Investorerers formue	19.280	16.676
Skat	0	0	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	÷297	÷6	Skyldige omkostninger	1	1
Resultatdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	384	33
Overført til formuen	÷297	÷6	I alt anden gæld	385	34
I alt disponeret	÷297	÷6	Passiver i alt	19.665	16.710

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷6	÷297
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,00
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	16.676	19.280

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Euro – Accumulating KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	485	71
I alt renteindtægter	486	71

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷740	÷107
Valutakonti	43	55
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	÷15	÷11
I alt kursgevinster og -tab	÷711	÷63

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷15	÷11
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷15	÷11

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	50	0	10	0
Fast administrationshonorar	20	0	4	0
I alt opdeltede adm.omk.	70	0	14	0
I alt adm.omkostninger		70		14

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		16.676		0
Emissioner i året		74.832		19.058
Indløsninger i året		÷72.005		÷2.380
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		73		5
Overførsel af periodens resultat		÷297		÷6
I alt investoreernes formue		19.280		16.676

Supplerende noter

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

Euro, klass SEK Y

Andelsklasse under Euro – Accumulating KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i obligationer denomineret i EUR og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den korte euro rente. Afdelingen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakursen mellem EUR og SEK påvirker derfor afkastet.

Markedet

Markedet var i vid udstrækning drevet af centralbankernes pengepolitik. I februar begyndte EUR at svækkes over for den SEK, da markedet forventede yderligere pengepolitiske lempelser fra den europæiske centralbank (ECB) med henblik på at modvirke deflationspresset i euroområdet. Riksbanken anså styrkelsen af SEK som en trussel mod økonomisk vækst og inflationen i Sverige, og Riksbanken førte også selv en meget lempelig pengepolitik. Frem mod udgangen af november styrkedes EUR markant, hvilket især skyldtes den svage

SEK. Udviklingen vendte mod slutningen af året, hvor EUR blev styrket som følge af den italienske folkeafstemning og ECBs beslutning om at forlænge sine obligationsopkøb.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 3,86 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 4,63 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har dermed ikke indfriet vores forventning om et afkast på niveau med udviklingen mellem EUR og SEK.

Vurdering af resultatet

Det er andelsklassens formål at følge benchmark og have så lidt eksponering mod renterisiko som muligt, og andelsklassens aktiver var således primært investeret i EUR-denominerede kortsigtede instrumenter udstedt af lande i euroområdet med en kreditvurdering på AAA AA. Vi har foretrukket Statsobligationer med løbetid over 1 år frem for statsobligationer med kortere løbetid, da renteniveauet var lidt mindre negativt. Renterisikoen lå mellem 0,30 og 0,50 i 2016. Som følge af investeringernes korte løbetid ville stigende renter ikke have nogen væsentlig indvirkning på andelsklassens afkast. Andelsklassens afkast afhænger af udviklingen i valutakursen mellem EUR og SEK.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Valutamarkedet vil igen i 2017 afhænge meget af centralbankerne. Den mulige fremgang i den globale økonomiske aktivitet vil muligvis svække den svenske krone. Den økonomiske udvikling i Euroland vil fortsat have en afgørende betydning for andelsklassens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Euroland forventes, som det var tilfældet i 2016, at fastholde både en lempelig penge- og finanspolitik, og dermed vil 2017 også blive et pænt vækstår. Det store usikkerhedsmoment i euroland er derfor heller ikke økonomi, men politik. Vi står over for valg i blandt andet de tre største økonomier Tyskland,

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2015

Risikoindeks (1-7): 4

Benchmark: EUR SEK

Fondskode: DK0060644854

Porteføljeradgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

Løbetidsfordeling

Korte obligationer	98,2%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

Euro, klass SEK Y

Andelsklasse under Euro – Accumulating KL

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

Svenske kroner er lavt vurderet i historisk perspektiv, og vi forventer en mindre styrkelse af SEK, efterhånden som pengepolitikken langsomt strammes op i Sverige. Vi forventer derfor en mindre svækkelse af EUR overfor SEK.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

Euro, klass SEK Y

Andelsklasse under Euro – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷2,07	3,86
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷2,05	4,63
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	97,93	101,71
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	÷6	÷297
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,35	0,35
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	16.676	19.280
Antal andele	-	-	-	208.975	244.283
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	14.9.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷227	8
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	70	14
Klassens resultat	÷297	÷6
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	16.676	0
Emissioner i året	74.832	19.058
Indløsninger i året	÷72.005	÷2.380
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	73	5
Overførsel af periodens resultat	÷297	÷6
Investorers formue ultimo	19.280	16.676
Antal andele		
Andele primo året	208.975	0
Emissioner i året	943.131	238.820
Indløsninger i året	÷907.823	÷29.845
Andele ultimo året	244.283	208.975

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL

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.

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

Risikoprofil

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

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

Afdelingen investerer i 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 renteudviklingen for virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

Markedet

Merrenten på investment grade obligationer set i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) blev indsnævret med 0,11 procentpoint i 2016.

Markedet startede 2016 negativt med stor bekymring for den globale vækst som resulterede i, at kreditspændene steg markant og renterne faldt. I starten af marts øgede den europæiske centralbank (ECB) det månedlige obligationsopkøbsprogram med 20 mia. EUR og inkluderede også virksomhedsobligationer i programmet. Dette var startskuddet til en længere periode med faldende kreditspænd og renter. Selv ikke det overraskende afstemningsresultat i Storbritannien om at forlade EU (Brexit) og valget af Trump i USA formåede at vende den positive trend. I den sidste del af året steg renterne noget igen som følge af positive globale vækstforventninger, mens Italien blev kastet ud i en politisk krise, som gav anledning til bekymring for de italienske banker, der kæmper for at leve op til kapitalkravene.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 4,28 pct., mens benchmark steg 4,77 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteudvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Virksomhedsobligationer gav et positivt afkast i 2016 drevet af både et faldende renteniveau samt indsnævringen i kreditspændet. Det relative afkast var positivt påvirket af afdelingens overvægt i mineselskabet Glencore, som endte med at være det selskab, der gav det højeste afkast i 2016. Derudover var detailkæden Casino blandt de store bidragsydere. På sektorniveau gav forsikringselskaberne det laveste relative afkast, mens forsyning og banker gav det højeste relative afkast. Hovedparten af det positive relative afkast kom fra udvælgelsen af obligationer.

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
Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	3,0%
1-3 år	18,7%
3-5 år	31,3%
5-10 år	39,7%
Over 10 år	1,5%
Øvrige inkl. likvide	5,8%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,16
Standardafvigelse	3,08
Tracking error	0,42
Information Ratio	-0,60
Sharpe Ratio (benchm.)	1,33
Standardafvigelse (benchm.)	2,87

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Største risici for afkastet vil være en større stigning i de underliggende statsrenter. Selvom ECB's opkøb af statsobligationer forventes at holde renterne lave i en længere periode, er der risiko for en afsmittende effekt fra stigende amerikanske renter. USA er noget længere fremme i vækstcyklen end Europa og det er svært at se, at de europæiske renter ikke vil blive påvirket af en større stigning i de amerikanske renter. Skulle væksten i Europa og USA blive stærkere end antaget, kan der komme en forventning om stigende renter, som kan resultere i et negativt afkast i afdelingen.

Forventninger til markedet samt strategi

Ved indgangen til 2017 er det svært at se samme positive scenarie udspille sig som i 2016, hvor der var faldende renter og kreditspænd, der var drevet af en lempelig pengepolitik fra centralbankerne, og derfor den helt afgørende faktor bag de positive afkast i 2016. Den amerikanske centralbank (Fed) hævede renten i december og varslede yderligere 3 rentestigninger i 2017, mens ECB forventes at holde den korte rente på et lavt niveau og fortsætte obligationsopkøbsprogrammet i 2017.

Vi forventer en moderat stigning i de lange renter og i kreditspændene, og at investorerne begynder at forberede sig på, at ECB gradvist nedtrapper de månedlige opkøb og vurderer på den baggrund, at kreditspændene på obligationer, der er kvalificeret til opkøb vil blive udvidet relativt mere end øvrige kreditobligationer.

Afdelingen er derfor ved indgangen til 2017 undervægtet de obligationer, som er en del af ECB's opkøbsprogram. Givet at kreditkurven er relativt flad, har vi en undervægt på kreditvarigheden i porteføljen. På landeniveau er vi overvægtet nordiske obligationer og undervægtet amerikanske obligationer. Sidstnævnte undervægt forventes at blive reduceret i starten af året. Der er ligeledes en mindre overvægt på banker samt på hybridudstedelser fra ikke-finansielle virksomheder.

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

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	9.718	13.086	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	112	82	Indestående i depotselskab	21.656	23.997
I alt renter og udbytter	9.606	13.004	I alt likvide midler	21.656	23.997
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	9.025	÷8.639	Not. obl. fra danske udstedere	15.640	19.952
Afledte finansielle instr.	2.143	÷4.158	Not. obl. fra udl. udstedere	328.255	369.056
Valutakonti	353	1.687	Unoterede obligationer	1.091	0
4 Handelsomkostninger	÷26	÷143	I alt obligationer	344.986	389.008
I alt kursgevinster og -tab	11.496	÷11.254	Afl. finansielle instr.:		
I alt indtægter	21.102	1.751	Unot. afl. finansielle instr.	90	86
5 Administrationsomkostninger	3.292	3.464	I alt afledte finansielle instr.	90	86
Resultat før skat	17.809	÷1.714	Andre aktiver:		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.359	6.186
Årets nettoresultat	17.809	÷1.714	Mellemvær. vedr. handelsafv.	6	0
Resultatdisponering			I alt andre aktiver	4.365	6.186
Foreslået udlodning	13.966	37.049	Aktiver i alt	371.097	419.277
Overført til udlodning næste år	323	372	Passiver		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	14.289	37.421	7 Investorerens formue	371.042	418.853
Overført til formuen	3.520	÷39.135	Afledte finansielle instrumenter:		
I alt disponeret	17.809	÷1.714	Unot. afl. finansielle instr.	3	401
			I alt afledte finansielle instr.	3	401
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	52	23
			I alt anden gæld	52	23
			Passiver i alt	371.097	419.277

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,17	2,99	8,28	÷1,42	4,28
Benchmarkafkast (pct.)	13,99	2,41	8,22	÷1,11	4,77
Sharpe Ratio	1,31	1,14	2,53	0,94	1,16
Indre værdi (DKK pr. andel)	9.633,13	9.388,82	9.600,38	8.366,01	7.970,31
Nettoresultat (t.DKK)	222.687	44.770	72.404	÷1.714	17.809
Udbytte (DKK pr. andel)	525,00	540,00	1.130,00	740,00	300,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,73	0,72	0,75	0,79	0,84
ÅOP	0,98	0,95	0,97	0,94	0,92
Omsætningshastighed (antal gange)	0,45	0,38	0,44	0,51	0,62
Investorerens formue (t.DKK)	1.664.171	1.429.034	635.420	418.853	371.042
Antal andele	172.755	152.206	66.187	50.066	46.553
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indstående i depotselskab	1	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	319	420
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.387	12.666
Unoterede obligationer	2	0
Andre renteindtægter	9	0
I alt renteindtægter	9.718	13.086

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	112	82
I alt renteudgifter	112	82

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	520	÷156
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	8.503	÷8.483
Unoterede obligationer	2	0
Terminforretninger/futures m.m.	1.032	÷4.515
Renteforretninger	1.111	357
Valutakonti	353	1.687
Handelsomkostninger	÷26	÷143
I alt kursgevinster og -tab	11.496	÷11.254

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷31	÷229
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6	86
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷26	÷143

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	2.744	0	2.847	0
Fast administrationshonorar	549	0	617	0
I alt opdelte adm.omk.	3.292	0	3.464	0
I alt adm.omkostninger		3.292		3.464

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	9.606	13.004
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	82
Kursgevinst til udlodning	8.321	25.730
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷841	2.002
Udlodning overført fra sidste år	372	80
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	17.457	40.898
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.292	3.464
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	124	÷13
I alt til rådighed for udlodning, netto	14.289	37.421

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	50.066	418.853	66.187	635.420
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷37.049		÷74.791
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷454		24.617
Emissioner i året	8.363	67.738	9.745	83.474
Indløsninger i året	÷11.876	÷96.260	÷25.866	÷248.288
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		404		135
Foreslået udlodning		13.966		37.049
Overførsel af periodens resultat		3.520		÷39.135
Overført til udlodning næste år		323		372
I alt investorenes formue	46.553	371.042	50.066	418.853

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,7	92,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,3	÷0,1
I alt finansielle instrumenter	93,0	92,8
Øvrige aktiver og passiver	7,0	7,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	2.250
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	2.680	2.312
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	789	2.208
0,75 DANSKE BANK A/S 02/06-2016/2023	3.373	0
I alt	6.842	6.770

Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	343.097
EUR	÷343.047

Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK

Solgte rentefutures, underliggende eksponering	9.921
Købte rentefutures, underliggende eksponering	26.146

Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	510
I alt sikkerhed	510

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter:

Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Investorerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

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

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

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

Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	16.9.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteudgifter	0	1		
2	Udbytter	994	75	Likvide midler:	
	I alt renter og udbytter	994	74	Indestående i depotselskab	11
				I alt likvide midler	11
3	Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:	
	Kapitalandele	÷ 1.595	846	Not. aktier fra udl. selskaber	2.479
	Valutakonti	6	69	I alt kapitalandele	2.479
	Øvrige aktiver/passiver	2	÷ 2	Andre aktiver:	
4	Handelsomkostninger	÷ 25	÷ 61	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3
	I alt kursgevinster og -tab	÷ 1.612	852	Aktuelle skatteaktiver	42
				I alt andre aktiver	45
	I alt indtægter	÷ 618	926	Aktiver i alt	2.535
5	Administrationsomkostninger	177	108		30.998
	Resultat før skat	÷ 795	818	Passiver	
6	Skat	111	8	7	Investorerers formue
	Årets nettoresultat	÷ 906	811		2.535
					30.996
	Resultatdisponering			Anden gæld:	
	Overført til formuen	÷ 906	811	Skyldige omkostninger	1
				I alt anden gæld	1
	I alt disponeret	÷ 906	811	Passiver i alt	2.535
					30.998

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	811	÷ 906
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,08	0,05
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	30.996	2.535

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	0	1
I alt renteudgifter	0	1

Note 2: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	994	75
I alt udbytter	994	75

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷ 1.595	846
Valutakonti	6	69
Øvrige aktiver/passiver	2	÷2
Handelsomkostninger	÷25	÷61
I alt kursgevinster og -tab	÷1.612	852

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷25	÷61
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷25	÷61

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	157	0	95	0
Fast administrationshonorar	21	0	13	0
I alt opdelte adm.omk.	177	0	108	0
I alt adm.omkostninger		177		108

Note 6: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	111	8
I alt skat	111	8

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		30.996		0
Emissioner i året		0		30.154
Indløsninger i året		÷27.626		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		70		31
Overførsel af periodens resultat		÷906		811
I alt investoreernes formue		2.535		30.996

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8	99,5
I alt finansielle instrumenter	97,8	99,5
Øvrige aktiver og passiver	2,2	0,5
I alt	100,0	100,0

Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreakti-

oner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 3,01 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 3,14 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

Vurdering af resultatet

Vores aktieudvælgelse positivt inden for alle sektorer. Inden for finans banker drog vi især fordel af vores fokus på nordiske banker, som klarede sig markant bedre end sektoren. De nordiske banker havde generelt bedre markedsbetingelser og højere kapitaldækning end mange af deres europæiske konkurrenter. I cyklisk forbrug drog dækproducenten Michelin fordel af gode markedsbetingelser og gennemførte yderligere restrukturering af sit produktionsapparat. I sundhedssektoren var vores fokus på selskaber med lav vækst og lav prisfastsættelse gunstigt, idet vi undgik større skuffelser, som vi så fra blandt andet Novo Nordisk. Også inden for stabilt forbrug undgik vi skuffelser, og BAT steg mere end markedet, blandt andet på baggrund af forsøget på at konsolidere sektoren yderligere ved at byde på resten af Reynolds American. På den negative side trak særligt telekommunikation og forsyning ned i afkastet. Telekommunikationssektoren var den dårligste sektor i 2016, og vores overvægt bidrog dermed ikke med stabilitet som forventet. I forsyning blev vi derimod

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2015
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060652873
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	33,7%
Sundhedspleje	13,8%
Industri	10,6%
Telekommunikationsserv	10,5%
Forsyning	8,0%
Øvrige inkl. likvide	23,4%

Nøgletal for risiko

Active share	82,19
--------------	-------

Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

ramt af svækkelsen af det britiske pund, idet National Grid og SSE primært driver forretning i Storbritannien.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

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

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte.

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2016 er på sektorniveau finans forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for cyklisk forbrugs og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter, samt inden for industri, hvor prisfastsættelsen af mange selskaber er steget i løbet af 2016. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2016 er stadig aktier i sektorerne finans forsikring, reguleret forsyning og telekommunikation, som forventes at give stabilitet i porteføljen samt høje udbyttebetalinger. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på nordiske banker, som er velkapitaliserede og skaber pengestrømme, samt industri- og materialeselskaber med ledende markedspositioner og stærke produktudviklingskompetencer inden for deres respektive områder.

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

Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	6,38	÷3,01
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	5,78	÷3,14
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	106,38	103,18
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	811	÷906
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,20	1,20
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	30.996	2.535
Antal andele	-	-	-	375.427	30.000
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	16.9.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷728	918
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	177	108
Klassens resultat	÷906	811
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	30.996	0
Emissioner i året	0	30.154
Indløsninger i året	÷27.626	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	70	31
Overførsel af periodens resultat	÷906	811
Investorers formue ultimo	2.535	30.996
Antal andele		
Andele primo året	375.427	0
Emissioner i året	0	375.427
Indløsninger i året	÷345.427	0
Andele ultimo året	30.000	375.427

Europe Focus KL

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valuta-risici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

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

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

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 8,20 pct., mens benchmark steg 2,20 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

Vurdering af resultatet

Der var i 2016 en betydelig negativ påvirkning fra afdelingens undervægt til materialer samt integrerede olieaktier. Yderligere var afdelingen overvægtet telekommunikation, hvilket ligeledes trak ned i det relative afkast. Aktievalgene indenfor sundhed og telekommunikation var også medvirkende til det skuffende resultat. På den positive side trak aktievalgene indenfor cyklisk forbrug og industri samt fra-valget af forsyningsselskaber op i det relative afkast.

Afdelingens profil

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

Branchefordeling

Industri	30,4%
Sundhedspleje	16,6%
Forbrugsgoder	15,3%
Finans	10,7%
Konsumentvarer	10,5%
Øvrige inkl. likvide	16,5%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,06
Standardafvigelse	14,23
Tracking error	4,69
Information Ratio	-1,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,15
Active share	102,33

Europe Focus KL

Særligt Adidas, Michelin og Publicis var drivkraft bag det positive bidrag indenfor cyklisk forbrug. Især Adidas var en positiv overraskelse. Sportstøjskategorien oplever betydelig medvind og for Adidas er særligt sportssko en stor succes.

Indenfor telekommunikation oplevede især engelske BT Group en skuffende kursudvikling. Der opstod i løbet af året usikkerhed om myndighedernes krav om konkurrenters adgang til BT Groups netværk. Endvidere blev selskabets underfinansierede pensionsunderskud et fokuspunkt efter beslutningen om udtrædelse af EU. Dette skyldes at de engelske renter faldt betydelige og hermed afstedkom en forøgelse af pensionsunderskuddet. Indenfor sundhed var særligt kursudviklingen i Novo Nordisk en skuffelse. Selskabet oplevede et betydeligt prispres i det vigtige amerikanske marked hvilket gav anledning til en markant forringelse af indtjeningsforventningerne for selskabet. Indenfor energi kunne engelske Petrofac ikke følge med sektoren men især fravalget af de store integrerede oileselskaber som Shell og BP trak ned i det relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Afdelingens investeringer er fordelt over flere sektorer uden meget markante over- eller undervægte. Den største risiko for at afdelingen afkast ikke kan følge markedet, vurderes at komme fra udviklingen i de enkelte selskaber.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier i sektorerne forsikring, informationsteknologi og stabilt forbrug hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst. Endvidere leder vi efter selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsniveauet. Vi er undervægtet råvareselskaber så som miner, stål- og cementproducenter. Vi undgår selskaber hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsoptagelse og eller underinvesteringer. Ligeledes undgår vi selskaber, der er underlagt lave konkurrencebarrierer og eller skiftende regulatoriske regimer, som på langt sigt begrænser selskabets strategiske manøvrerum. Eksempler herpå findes især inden for forsyningssektoren.

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

Europe Focus KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	2	2	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	2	11	Indestående i depotselskab	292	1.719
3 Udbytter	599	2.872	I alt likvide midler	292	1.719
I alt renter og udbytter	598	2.863	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	1.726	3.480
Kapitalandele	÷3.116	45.480	Not. aktier fra udl. selskaber	15.991	34.365
Valutakonti	13	1.004	I alt kapitalandele	17.717	37.844
Øvrige aktiver/passiver	0	÷62	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷39	÷71	Aktuelle skatteaktiver	40	28
I alt kursgevinster og -tab	÷3.142	46.351	I alt andre aktiver	40	28
I alt indtægter	÷2.544	49.215	Aktiver i alt	18.048	39.592
6 Administrationsomkostninger	383	1.863	Passiver		
Resultat før skat	÷2.927	47.351	9 Investorers formue	16.155	39.529
7 Skat	27	÷1.344	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	÷2.954	48.696	Skyldige omkostninger	65	63
Resultatdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.828	0
Foreslået udlodning	1.280	17.754	I alt anden gæld	1.893	63
Overført til udlodning næste år	0	8	Passiver i alt	18.048	39.592
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	1.280	17.762			
Overført til formuen	÷4.234	30.934			
I alt disponeret	÷2.954	48.696			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	29,80	11,57	÷2,27	14,23	÷8,20
Benchmarkafkast (pct.)	17,74	19,81	6,64	8,46	2,20
Sharpe Ratio	0,78	0,65	1,10	0,57	0,06
Indre værdi (DKK pr. andel)	12.264,01	13.682,45	13.371,44	15.273,89	7.320,04
Nettoresultat (t.DKK)	164.042	93.504	÷64.018	48.696	÷2.954
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	6.860,00	580,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,67	1,60	1,74	1,64
ÅOP	1,94	1,99	1,96	1,84	1,87
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,22	0,39	0,22	0,19
Investorers formue (t.DKK)	760.663	896.584	243.173	39.529	16.155
Antal andele	62.024	65.528	18.186	2.588	2.207
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

Europe Focus KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	2	2
I alt renteindtægter	2	2

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	11
I alt renteudgifter	2	11

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	60	198
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	539	2.674
I alt udbytter	599	2.872

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷262	5.391
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷2.855	40.089
Valutakonti	13	1.004
Øvrige aktiver/passiver	0	÷62
Handelsomkostninger	÷39	÷71
I alt kursgevinster og -tab	÷3.142	46.351

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷46	÷253
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6	182
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷39	÷71

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	73	0
Øvrige omkostninger	0	0	75	0
Managementhonorar	350	0	1.566	0
Fast administrationshonorar	33	0	150	0
I alt opdelte adm.omk.	383	0	1.863	0
I alt adm.omkostninger		383		1.863

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	27	÷1.344
I alt skat	27	÷1.344

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	598	2.863
Ikke refunderbar udbytteskat	÷27	1.344
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷11	3.765
Kursgevinst til udlodning	1.270	74.958
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷221	÷60.529
Udlodning overført fra sidste år	8	÷3.913
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	1.617	18.489
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	383	1.863
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	46	1.136
I alt til rådighed for udlodning, brutto	1.280	17.762
I alt til rådighed for udlodning, netto	1.280	17.762

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	2.588	39.529	18.186	243.173
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷17.754		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		556		0
Emissioner i året	134	1.003	203	3.205
Indløsninger i året	÷515	÷4.225	÷15.801	÷255.545
Foreslået udlodning		1.280		17.754
Overførsel af periodens resultat		÷4.234		30.934
Overført til udlodning næste år		0		8
I alt investorernes formue	2.207	16.155	2.588	39.529

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	109,7	95,7
I alt finansielle instrumenter	109,7	95,7
Øvrige aktiver og passiver	÷9,7	4,3
I alt	100,0	100,0

Europe Low Volatility – Accumulating KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investerings-

mæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen. Den defensive investeringsstrategi forventes at medføre, at afdelingen stiger mindre end det europæiske marked, når dette stiger – og omvendt, at afdelingen falder mindre, når det europæiske marked falder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet

Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativ afkast på 1,96 pct. målt i EUR. Afdelingen har ikke et benchmark tilknyttet, men det opnåede afkast er ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på det europæiske aktiemarked, som steg 2,58 pct. målt i EUR. Afdelingen har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2008

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060143212

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Konsumentvarer	18,1%
Finans	15,5%
Sundhedspleje	14,2%
Industri	11,1%
Forbrugsgoder	8,6%
Øvrige inkl. likvide	32,5%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,69
Standardafvigelse	11,30

Europe Low Volatility – Accumulating KL

Afdelingen har intet benchmark, da der ikke findes et velegnet benchmark, der afspejler investeringerne.

Vurdering af resultatet

Formålet med afdelingens strategi er at minimere afkastudsvingene, herunder at minimere eventuelle tab. Afdelingen var derfor investeret i defensive aktier. Årets første måneder var præget af markante fald på aktiemarkedet. Afdelingens defensive aktier klarede sig i denne periode derfor noget bedre end markedet som helhed. Efterfølgende gav afdelingen et lidt bedre afkast end markedet, men den gode udvikling vendte i løbet af sommeren. For det første konkluderede markedet at de negative følger af Brexit lå noget ud i fremtiden. For det andet var vækst og erhvervstillid på vej op. Det bevirkede at investorerne søgte mod mere risikable aktier. Den udvikling blev forstærket da udfaldet af det amerikanske valg forelå. Udsigten til lavere beskatning i USA og dermed højere vækst understøttede den mere risikable del af markedet. Aktier med lav volatilitet havde derfor et svært andet halvår, hvor de klarede sig noget dårligere end markedet som helhed. For året som helhed gav afdelingen derfor et afkast der var under markedet som helhed.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten

af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingens strategi i 2017 vil fortsat være, at have en undervægt af aktier med store kursudsving. Andet halvår af 2016 var præget af et marked, hvor investorer flyttede fra mindre til mere risikofyldte dele af markedet. Hvis udviklingen fortsætter vil afdelingen give et lavere afkast end markedet som helhed. Det må generelt forventes, at afdelingen stiger mindre end det europæiske marked, når dette stiger – og omvendt at afdelingen falder mindre, når det europæiske marked falder. Fornyet bekymring om en økonomisk krise eller forøget politisk turbulens i Europa vil være negativt for afdelingens afkast. Højere forventet inflation kan afstedkomme stigende renter i USA, da den amerikanske centralbank vil hæve den ledende rente mere end hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for afdelingens afkast. En restriktiv amerikansk handelspolitik kan føre til en decideret handelskrig, der også vil ramme europæiske virksomheder. Et fornyet fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for især råvareproducerende virksomheder. Begge dele vil bidrage negativt til afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen har som følge af sin strategi en lav andel af aktier med store kursudsving og forventes fortsat at have det i 2017. Afdelingen vil tilstræbe at afspejle det europæiske investeringsunivers samtidigt med, at risikoen og daglige kursudsving minimeres mest muligt. Årsagen er, at der er store forskelle på selskabernes karakteristika. En del af strategien er at udnytte disse forskelle, så risikoen og kursudsving minimeres, hvilket afspejler sig i afdelingens aktievalg og sammensætning. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet. Den defensive investeringsstrategi forventes at medføre, at afdelingen stiger mindre end det europæiske marked, når det stiger, samt at afdelingen falder mindre, når det europæiske marked falder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast mindre end markedet. Derved er der overensstemmelse mellem afdelingens risici ved markedsudviklingen, vores generelle forventninger til markedet samt vores forventninger til afdelingens afkast.

Europe Low Volatility – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	7	2	Indestående i depotselskab	3.542	1.265
3 Udbytter	6.580	5.700	I alt likvide midler	3.542	1.265
I alt renter og udbytter	6.576	5.699	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	3.991	3.546
Kapitalandele	+8.165	18.562	Not. aktier fra udl. selskaber	178.176	187.246
Valutakonti	+118	270	I alt kapitalandele	182.168	190.792
Øvrige aktiver/passiver	+13	6	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	+234	+163	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	278	323
I alt kursgevinster og -tab	+8.530	18.675	Aktuelle skatteaktiver	506	551
I alt indtægter	+1.954	24.374	I alt andre aktiver	784	874
6 Administrationsomkostninger	2.290	2.228	Aktiver i alt	186.494	192.931
Resultat før skat	+4.244	22.146	Passiver		
7 Skat	312	6	8 Investorerens formue	186.455	192.918
Årets nettoresultat	+4.555	22.141	Anden gæld:		
Resultatdisponering			Skyldige omkostninger	39	14
Overført til formuen	+4.555	22.141	I alt anden gæld	39	14
I alt disponeret	+4.555	22.141	Passiver i alt	186.494	192.931

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)	13,82	13,09	11,47	15,78	+1,96
Sharpe Ratio i EUR	0,59	0,79	1,76	1,13	0,69
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,74	136,55	152,22	176,25	172,79
Nettoresultat (t.DKK)	14.303	15.056	14.444	22.141	+4.555
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,30	1,26	1,25	1,24
ÅOP	1,45	1,44	1,41	1,41	1,44
Omsætningshastighed (antal gange)	0,32	0,16	0,22	0,32	0,40
Investorerens formue (t.DKK)	124.774	128.372	142.184	192.918	186.455
Antal andele	138.504	126.013	125.439	146.675	145.125
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Europe Low Volatility – Accumulating KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	3	1
I alt renteindtægter	3	1

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	7	2
I alt renteudgifter	7	2

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	106	35
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.474	5.666
I alt udbytter	6.580	5.700

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	210	298
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷8.375	18.264
Valutakonti	÷118	270
Øvrige aktiver/passiver	÷13	6
Handelsomkostninger	÷234	÷163
I alt kursgevinster og -tab	÷8.530	18.675

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷237	÷205
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	42
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷234	÷163

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	12	0
Øvrige omkostninger	0	0	2	0
Managementhonorar	2.031	0	1.964	0
Fast administrationshonorar	259	0	250	0
I alt opdelte adm.omk.	2.290	0	2.228	0
I alt adm.omkostninger		2.290		2.228

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	312	6
I alt skat	312	6

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	146.675	192.918	125.439	142.184
Emissioner i året	0	0	21.938	29.457
Indløsninger i året	÷1.550	÷1.907	÷702	÷912
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		49
Overførsel af periodens resultat		÷4.555		22.141
I alt investorenes formue	145.125	186.455	146.675	192.918

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	98,9
I alt finansielle instrumenter	97,7	98,9
Øvrige aktiver og passiver	2,3	1,1
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank			
Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015	
Danske Bank	2.584	1.002	

Flexinvest Aktier KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den

republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 6,78 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, men har indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit, usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa og stærke forventninger til den nyvalgte præsident i USA.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen indgår i en samlet produktpakke. Afkastet måles og evalueres samlet for produktpakken.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051605

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

Danmark	35,5%
USA	28,4%
Japan	6,3%
Storbritannien	4,0%
Luxembourg	3,9%
Øvrige inkl. likvide	21,9%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,96
Standardafvigelse	10,72

Flexinvest Aktier KL

Vurdering af afdelingens resultat

USA var i begyndelsen af året overvægtet på bekostning af Europa, hvilket bidrog positivt til afdelingens afkast set i forhold til det globale marked. Dette blev dog opvejet af et negativt bidrag fra undervægt i nye markeder senere på foråret. Afdelingen har i sidste kvartal været neutralt allokeret regionsmæssigt. Aktieudvælgelsen var særdeles god i USA men omvendt har aktieudvælgelsen været negativ i Europa. Der var i begyndelsen af året investeret i europæiske og amerikanske banker, hvilket bidrog negativt til afkast set i forhold til det globale marked da renterne fortsatte med at falde i foråret. Endvidere har investeringerne i absolutte orienterede investeringsstrategier bidraget negativt til afdelingens afkast set i relation til markedsudviklingen.

Uroen omkring Brexit afstemningen ramte en række af vores investeringer hårdt, da særligt engelske selskaber med fokus på hjemmemarkedet klarede sig skidt, men de engelske selskaber med højt eksportandel blev hjulpet af faldet i det engelske pund. Efter valget af Trump steg markedet, og særligt små og mellemstore amerikanske selskaber har gjort det godt, hvilket har bidraget positivt til afdelingens merafkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

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

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en

lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

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

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

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

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

Aktuelt svarer afdelingens regionale allokering til fordelingen i benchmark. Dog er afdelingen en smule undervægtet i nye markeder aktier. Desuden er afdelingen investeret i absolut orienterede strategier. Denne allokering 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 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

Flexinvest Aktier KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	237	173	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	909	749	Indestående i depotselskab	175.372	166.420
3 Udbytter	841.698	455.923	I alt likvide midler	175.372	166.420
I alt renter og udbytter	841.026	455.347	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	2.012.214	2.221.497
Kapitalandele	177.684	1.720.698	Not. aktier fra udl. selskaber	7.801.842	7.390.587
Valutakonti	26.141	60.267	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	6.899	11.635
Øvrige aktiver/passiver	÷653	343	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷2.337	÷13.650	inv- og specialforeninger	2.789.750	2.931.012
I alt kursgevinster og -tab	200.835	1.767.658	Inv-beviser i andre udl.		
I alt indtægter	1.041.861	2.223.006	inv- og specialforeninger	730.254	763.067
6 Administrationsomkostninger	210.734	240.345	I alt kapitalandele	13.340.958	13.317.799
Resultat før skat	831.127	1.982.661	Andre aktiver:		
7 Skat	18.246	15.539	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	8.727	7.857
Årets nettoresultat	812.880	1.967.121	Andre tilgodehavender	0	755
Resultatdisponering			Aktuelle skatteaktiver	7.597	17.937
Foreslået udlodning	1.130.384	2.015.804	I alt andre aktiver	16.324	26.549
Overført til udlodning næste år	8.326	2.154	Aktiver i alt	13.532.655	13.510.768
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	1.138.710	2.017.958	Passiver		
Overført til formuen	÷325.830	÷50.837	9 Investorers formue	13.529.378	13.507.926
I alt disponeret	812.880	1.967.121	Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	3.157	0
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	120	2.842
			I alt anden gæld	3.277	2.842
			Passiver i alt	13.532.655	13.510.768

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	20,45	17,76	13,26	12,55	6,78
Sharpe Ratio	0,77	0,74	2,16	1,34	0,96
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,18	120,38	136,34	153,45	138,84
Nettoresultat (t.DKK)	1.206.662	1.176.320	1.381.866	1.967.121	812.880
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	0,00	22,90	11,60
Administrationsomkostninger (pct.)	1,68	1,74	1,73	1,72	1,72
ÅOP	1,83	1,89	1,89	1,89	1,80
Omsætningshastighed (antal gange)	0,26	0,33	0,47	0,67	0,36
Investorers formue (t.DKK)	7.564.674	9.185.315	13.320.631	13.507.926	13.529.378
Antal andele	73.313.972	76.304.008	97.703.851	88.026.373	97.446.879
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Aktier KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	237	173
Andre renteindtægter	0	0
I alt renteindtægter	237	173

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	909	749
I alt renteudgifter	909	749

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	41.508	91.987
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	204.099	253.367
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	700	454
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	595.392	110.116
I alt udbytter	841.698	455.923

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷9.011	504.284
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	408.826	1.053.253
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	313	251
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	÷197.182	164.556
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷25.261	÷1.646
Valutakonti	26.141	60.267
Øvrige aktiver/passiver	÷653	343
Handelsomkostninger	÷2.337	÷13.650
I alt kursgevinster og -tab	200.835	1.767.658

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷13.725	÷20.329
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	11.388	6.679
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2.337	÷13.650

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	2	0	0	0
Andre honorarer til revisorer	0	0	291	0
Øvrige omkostninger	20	0	54	0
Managementhonorar	194.786	0	221.861	0
Fast administrationshonorar	15.926	0	18.140	0
I alt opdeltede adm.omk.	210.734	0	240.345	0
I alt adm.omkostninger		210.734		240.345

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 44.913 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	18.246	15.539
I alt skat	18.246	15.539

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	841.026	455.347
Ikke refunderbar udbytteskat	÷18.246	÷15.539
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	9.004	÷417
Kursgevinst til udlodning	355.980	2.287.407
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	124.478	1.734
Udlodning overført fra sidste år	2.154	÷518.817
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	1.314.396	2.209.715
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	210.734	240.345
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	44.913	42.474
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷9.865	6.114
I alt til rådighed for udlodning, netto	1.138.710	2.017.958

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	88.026.373	13.507.926	97.703.851	13.320.631
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷2.015.804		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		264.838		0
Emissioner i året	74.603.083	9.488.686	24.731.238	3.725.177
Indløsninger i året	÷65.182.577	÷8.544.064	÷34.408.716	÷5.523.633
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		14.914		18.631
Foreslået udlodning		1.130.384		2.015.804
Overførsel af periodens resultat		÷325.830		÷50.837
Overført til udlodning næste år		8.326		2.154
I alt investorernes formue	97.446.879	13.529.378	88.026.373	13.507.926

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,6
Øvrige aktiver og passiver	1,4	1,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	207.576	251.841

Inv-beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende noterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016	Egenkapital 31.12.2015
	Ejerandel 1.000 DKK	Ejerandel 1.000 DKK
USA KL	14,39	5.618.443
	14,37	4.504.822

Flexinvest Danske Obligationer KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsop-

købsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,63 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen indgår i en samlet produktpakke. Afkastet måles og evalueres samlet for produktpakken.

Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i 10-årige og 30-årige statsobligationer og 20-årige til 30-årige realkreditobligationer med lav kuponrente. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 6 og 12 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060050987

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 4,4%

1-3 år 20,9%

3-5 år 33,5%

5-10 år 41,1%

Øvrige inkl. likvide 0,1%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio 1,51

Standardafvigelse 2,03

Flexinvest Danske Obligationer KL

i gennemsnit relativt til statsobligationer gav det højeste afkast. Afdelingens store overvægt af realkreditobligationer var derfor hovedforklaringen på det højere afkast relativt til markedsafkastet på danske statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Flexinvest Danske Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	129.698	116.658	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	93	195	Indestående i depotselskab	727	29.784
I alt renter og udbytter	129.605	116.463	I alt likvide midler	727	29.784
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	118.674	÷ 115.505	Not. obl. fra danske udstedere	8.395.773	5.821.413
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	8.395.773	5.821.413
I alt kursgevinster og -tab	118.674	÷ 115.505	Andre aktiver:		
I alt indtægter	248.278	958	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	73.133	59.799
5 Administrationsomkostninger	53.876	33.005	Mellemvær. vedr. handelsafv.	185.055	0
Resultat før skat	194.402	÷ 32.047	I alt andre aktiver	258.187	59.799
Skat	0	0	Aktiver i alt	8.654.687	5.910.996
Årets nettoresultat	194.402	÷ 32.047	Passiver		
Resultatdisponering			7 Investorerens formue	8.553.211	5.802.785
Foreslået udlodning	108.707	137.817	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	6.271	2.120	Skyldige omkostninger	1.097	217
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	114.978	139.937	Mellemvær. vedr. handelsafv.	100.379	107.993
Overført til formuen	79.424	÷ 171.984	I alt anden gæld	101.476	108.210
I alt disponeret	194.402	÷ 32.047	Passiver i alt	8.654.687	5.910.996

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	5,33	÷0,21	6,39	÷0,59	3,63
Sharpe Ratio	1,80	1,14	1,43	0,67	1,51
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,14	100,20	104,11	101,05	102,29
Nettoresultat (t.DKK)	182.626	÷9.692	251.984	÷32.047	194.402
Udbytte (DKK pr. andel)	4,75	2,40	2,50	2,40	1,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,79	0,77	0,78	0,60	0,78
ÅOP	0,85	0,80	0,81	0,81	0,81
Omsætningshastighed (antal gange)	0,37	0,12	0,32	0,07	0,11
Investorerens formue (t.DKK)	3.487.027	3.571.038	4.952.930	5.802.785	8.553.211
Antal andele	33.166.900	35.638.107	47.573.837	57.423.896	83.620.939
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Danske Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	129.698	114.697
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	1.961
I alt renteindtægter	129.698	116.658

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	93	195
I alt renteudgifter	93	195

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	118.674	÷ 114.020
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	÷ 1.485
I alt kursgevinster og -tab	118.674	÷ 115.505

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	47.660	0	27.653	0
Fast administrationshonorar	6.217	0	5.352	0
I alt opdelte adm.omk.	53.876	0	33.005	0
I alt adm.omkostninger		53.876		33.005

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	129.605	116.463
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	195
Kursgevinst til udlodning	12.718	45.892
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	37.263	13.155
Udlodning overført fra sidste år	2.120	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	181.706	175.704
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	53.876	33.005
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 12.851	÷ 2.762
I alt til rådighed for udlodning, netto	114.978	139.937

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	57.423.896	5.802.785	47.573.837	4.952.930
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 137.817		÷ 118.935
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		+ 5.377		2.500
Emissioner i året	33.202.103	3.408.090	15.955.906	1.626.896
Indløsninger i året	÷ 7.005.060	÷ 711.028	÷ 6.105.847	÷ 630.186
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.156		1.628
Foreslået udlodning		108.707		137.817
Overførsel af periodens resultat		79.424		÷ 171.984
Overført til udlodning næste år		6.271		2.120
I alt investorernes formue	83.620.939	8.553.211	57.423.896	5.802.785

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	100,3
I alt finansielle instrumenter	98,2	100,3
Øvrige aktiver og passiver	1,8	÷ 0,3
I alt	100,0	100,0

Flexinvest Fonde KL

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

Afdelingen er aktivt styret.

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank

(ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,65 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen indgår i en samlet produktpakke. Afkastet måles og evalueres samlet for produktpakken.

Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev opnået i de helt lange 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 2,5 pct. eller derunder. I den modsatte retning trak beholdningen af helt korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Afdelingen var primært investeret i realkreditobligationer, hvilket bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav højere afkast end sammenlignelige statsobligationer.

Afdelingens profil

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 10,0%

1-3 år 30,2%

3-5 år 27,6%

5-10 år 31,8%

Øvrige inkl. likvide 0,4%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio 1,03

Standardafvigelse 1,75

Flexinvest Fonde KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Ved indgangen af 2017 har afdelingen en høj andel realkreditobligationer og en overvægt af renterisiko set i forhold til mellemlange danske obligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente forventer vi, at de vil give det højeste afkast.

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

Flexinvest Fonde KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	25.181	19.655	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	55	209	Indestående i depotselskab	3.659	18.131
I alt renter og udbytter	25.126	19.445	I alt likvide midler	3.659	18.131
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	20.030	÷ 19.906	Not. obl. fra danske udstedere	1.023.379	977.965
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	1.023.379	977.965
I alt kursgevinster og -tab	20.030	÷ 19.906	Andre aktiver:		
I alt indtægter	45.156	÷ 461	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	6.182	6.905
5 Administrationsomkostninger	8.656	6.562	Mellemvær. vedr. handelsafv.	60.481	4.061
Resultat før skat	36.501	÷ 7.023	I alt andre aktiver	66.663	10.965
Skat	0	0	Aktiver i alt	1.093.701	1.007.062
Årets nettoresultat	36.501	÷ 7.023	Passiver		
Resultatdisponering			7 Investorerens formue	1.093.558	1.007.018
Foreslået udlodning	8.609	7.085	Anden gæld:		
Udbetalt acontoudlodning	9.304	9.065	Skyldige omkostninger	143	44
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	17.913	16.150	I alt anden gæld	143	44
Overført til formuen	18.587	÷ 23.174	Passiver i alt	1.093.701	1.007.062
I alt disponeret	36.501	÷ 7.023			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	3,22	1,05	2,94	÷ 1,10	3,65
Sharpe Ratio	2,33	1,58	1,58	0,50	1,03
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,49	102,07	102,56	99,49	101,62
Nettoresultat (t.DKK)	2.015	1.215	13.497	÷ 7.023	36.501
Udbytte (DKK pr. andel)	3,25	2,40	2,10	1,65	1,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,81	0,79	0,79	0,79	0,79
ÅOP	0,87	0,81	0,82	0,82	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,29	0,04	0,21	0,25	0,11
Investorerens formue (t.DKK)	64.680	427.377	637.793	1.007.018	1.093.558
Antal andele	624.960	4.187.032	6.218.693	10.121.399	10.761.619
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Fonde KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	25.181	19.626
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	29
I alt renteindtægter	25.181	19.655

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	55	209
I alt renteudgifter	55	209

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	20.030	÷ 19.906
I alt kursgevinster og -tab	20.030	÷ 19.906

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	7.560	0	5.732	0
Fast administrationshonorar	1.096	0	831	0
I alt opdelte adm.omk.	8.656	0	6.562	0
I alt adm.omkostninger		8.656		6.562

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	25.126	19.445
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	209
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	1.019	3.821
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	26.145	23.475
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	8.656	6.562
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 305	÷ 1.241
I alt til rådighed for udlodning, brutto	17.184	15.672
Frivillig udlodning	729	478
I alt til rådighed for udlodning, netto	17.913	16.150

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	10.121.399	1.007.018	6.218.693	637.793
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 7.085		÷ 6.219
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		118		÷ 1.028
Emissioner i året	4.079.213	413.996	4.059.254	407.896
Indløsninger i året	÷ 3.438.993	÷ 348.448	÷ 156.548	÷ 15.729
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		763		394
Foreslået udlodning		8.609		7.085
Overførsel af periodens resultat		18.587		÷ 23.174
I alt investorernes formue	10.761.619	1.093.558	10.121.399	1.007.018

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,6	97,1
I alt finansielle instrumenter	93,6	97,1
Øvrige aktiver og passiver	6,4	2,9
I alt	100,0	100,0

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsop-

købsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Renten på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 1,49 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen indgår i en samlet produktpakke. Afkastet måles og evalueres samlet for produktpakken

Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i realkreditobligationer med 10 og 20 års restløbetid. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 3 og 4 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer set i forhold til det generelle marked for korte danske obligationer. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobliga-

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2015

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060637569

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	33,9%
1-3 år	23,2%
3-5 år	42,4%
5-10 år	0,4%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL

tioner i gennemsnit gav det bedste afkast. Hen over året var renterisikoen i afdelingen en anelse højere end markedet for korte danske statsobligationer. Dette var, sammen med overvægten af realkreditobligationer, hovedforklaringen på det højere afkast relativt til det generelle marked.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	26.5.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	8.243	5.173	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	6	13	Indestående i depotselskab	539	598
I alt renter og udbytter	8.237	5.161	I alt likvide midler	539	598
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	1.284	÷3.028	Not. obl. fra danske udstedere	320.666	480.805
Afledte finansielle instr.	÷14	0	Not. obl. fra udl. udstedere	35.034	17.544
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	355.700	498.348
I alt kursgevinster og -tab	1.270	÷3.028	Andre aktiver:		
I alt indtægter	9.507	2.133	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.840	4.377
5 Administrationsomkostninger	2.736	582	Mellemvær. vedr. handelsafv.	13.760	0
Resultat før skat	6.771	1.551	I alt andre aktiver	17.600	4.377
Skat	0	0	Aktiver i alt	373.839	503.323
Årets nettoresultat	6.771	1.551	Passiver		
Resultatdisponering			7 Investorers formue	373.802	498.260
Foreslået udlodning	4.445	4.470	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	318	253	Skyldige omkostninger	37	13
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	4.762	4.723	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	5.050
Overført til formuen	2.009	÷3.172	I alt anden gæld	37	5.063
I alt disponeret	6.771	1.551	Passiver i alt	373.839	503.323

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	0,33	1,49
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,33	100,92
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	1.551	6.771
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	0,90	1,20
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,20	0,61
ÅOP	-	-	-	0,64	0,64
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,13	0,29
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	498.260	373.802
Antal andele	-	-	-	4.966.261	3.703.865
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	7.362	5.003
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	881	170
I alt renteindtægter	8.243	5.173

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	6	13
I alt renteudgifter	6	13

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.817	÷2.901
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷533	÷127
Renteforretninger	÷14	0
I alt kursgevinster og -tab	1.270	÷3.028

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	2.332	0	320	0
Fast administrationshonorar	404	0	262	0
I alt opdelte adm.omk.	2.736	0	582	0
I alt adm.omkostninger		2.736		582

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	8.237	5.161
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	13
Kursgevinst til udlodning	÷14	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷1.438	150
Udlodning overført fra sidste år	253	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	7.039	5.323
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.736	582
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	460	÷19
I alt til rådighed for udlodning, netto	4.762	4.723

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	4.966.261	498.260	0	0
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷4.470		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		350		0
Emissioner i året	855.563	86.201	5.321.102	532.083
Indløsninger i året	÷2.117.959	÷213.619	÷354.841	÷35.480
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		309		105
Foreslået udlodning		4.445		4.470
Overførsel af periodens resultat		2.009		÷3.172
Overført til udlodning næste år		318		253
I alt investorernes formue	3.703.865	373.802	4.966.261	498.260

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,2	100,0
I alt finansielle instrumenter	95,2	100,0
Øvrige aktiver og passiver	4,8	0,0
I alt	100,0	100,0

Flexinvest Korte Obligationer KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Obligationerne kan være udstedt i danske kroner og forskellige udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan

have såvel kort som lang varighed, dog i et sådant forhold, at porteføljens beregnede varighed maksimalt er tre år. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

Markedet

Årets første måneder var præget af rentefald og dermed solide obligationsafkast. Årsagen var frygten for en recession. For det første var væksten i USA ganske svag. En stærk USD og faldende oliepris havde stor negativ betydning for den amerikanske fremstillingssektor og olie sektor. Produktion, investeringer og erhvervstillid kom derfor under pres. For det andet var der usikkerhed omkring stabiliteten af kinesisk økonomi – en usikkerhed som allerede i andet halvår af 2015 havde vist sig: Ville de senere års massive gældoptagelse føre til et økonomisk kollaps? Endelig var der opstået bekymring omkring råvareproducerende lande i kølvandet på faldende råvarepriser. De finansielle markeder kvittererede med de største fald på aktiemarkedet siden finanskrisen, og merrenten til statsobligationer på kreditobligationer steg betragteligt. Investorer søgte derfor tilflugt i sikre statsobligationer, hvorfor obligationsrenter faldt markant.

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

Først da det overraskende udfald af det amerikanske præsidentvalg forelå, ændrede markedet holdning. Markedet forventede, at den kommende amerikanske regering ville understøtte væksten. På dette tidspunkt var væksten allerede på vej op. Denne kombination førte til, at investorer solgte obligationer: Dels af frygt for stigende inflation, dels fordi de forventede at indtjeningsvæksten i virksomhederne ville

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051282

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	30,8%
1-3 år	31,0%
3-5 år	30,2%
5-10 år	7,5%
Over 10 år	0,5%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,51
Standardafvigelse	1,40

Flexinvest Korte Obligationer KL

stige og risikofyldte værdipapirer som aktier og kreditobligationer ville give et højere afkast end statsobligationer.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 2,85 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet en overvægt af danske realkreditobligationer.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen indgår i en samlet produktpakke. Afkastet måles og evalueres samlet for produktpakken.

Vurdering af afdelingens resultat

Mellem 70 og 80 pct. af afdelingen var i årets løb investeret i danske obligationer, heraf var langt størstedelen danske realkreditobligationer. Desuden havde afdelingen investeringer i andre markeder med en højere rente. Disse investeringer blev tilrettelagt så følsomheden overfor eventuelle stigninger i renteniveauet på statsobligationer blev mindsket. Mellem 2 og 5 pct. af investeringerne var europæiske statsobligationer. Mellem 10 og 15 pct. af afdelingen var investeret i europæiske og amerikanske virksomhedsobligationer og lidt under 10 pct. var investeret i obligationer udstedt af udviklingslande i US dollar. I løbet af året blev allokeringen til danske obligationer forøget, hvorimod allokeringen til europæiske statsobligationer blev mindsket. Allokeringen til virksomhedsobligationer og obligationer udstedt af udviklingslande blev også mindsket i løbet af året. Vi mindskede derfor risikoen i afdelingen i løbet af året. Årsagen var den stigende politiske risiko. Sidst på året blev allokeringen til de udenlandske obligationsmarkeder forøget igen. Baggrunden var udsigterne til finanspolitiske tiltag i USA som vi mente ville være en positiv faktor for de mere risikofyldte dele af markedet.

Afdelingens investeringer udenfor det danske realkreditmarked trak afkastet op. Efter en turbulent start på året, hvor investeringerne udenfor det danske marked bidrog negativt, rettede markedet sig noget og bidrog alt i alt positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Afdelingen er investeret i obligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Fornyet bekymring om en økonomisk krise eller forøget politisk turbulens i Europa vil derfor være negativt for afdelingens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da den amerikanske centralbank vil hæve den ledende rente mere end hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for afdelingens afkast, da det vil smitte af på danske obligationer. En restriktiv amerikansk handelspolitik kan føre til en decideret handelskrig. Det vil være negativt for den

del af afdelingen der er investeret i obligationer udstedt af udviklingslande. Et fornyet fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for råvareproducerende lande og virksomheder. En del af afdelingen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder igen. Endelig vil risici knyttet til den økonomiske og politiske udvikling i nøglelande som Kina, Brasilien, Mexico og Tyrkiet have stor betydning for afdelingens investering i obligationer udstedt af udviklingslande. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang. Fed, vil derfor gradvist hæve den ledende rente i løbet af 2017. Den europæiske centralbank (ECB) forsøger derimod fortsat at stimulere den økonomiske vækst, og dermed inflationen som ligger langt under målsætningen. Det sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Den amerikanske centralbank og solid vækst i den amerikanske økonomi presser derfor det amerikanske renteniveau op. Markedet indregner dog allerede nu en række renteforhøjelser. ECB presser det europæiske renteniveau ned, men antyder at opkøbsprogrammet vil blive neddrolet sidst på året. Støtten fra centralbankerne til de finansielle markeder vil derfor aftage. Samtidig vokser den politiske usikkerhed: Hvilken økonomisk og sikkerhedspolitik vil den nye amerikanske regering få gennemført? Vil valgene i kernelandene Tyskland og Frankrig føre til yderligere politisk usikkerhed i EU ovenpå afstemningerne i Storbritannien og Italien? På denne baggrund, forventer vi, at udsvingene på markederne vil svare til de vi så i 2016. Alt i alt vil markedsafkastene blive moderate. Indtil videre beholder vi allokeringen til de mere risikofyldte obligationsmarkeder. For det første er den ganske pæne vækst i den amerikanske og europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. For det andet vil solid global vækst og moderat inflation i udviklingslandene understøtte obligationer udstedt af udviklingslandene. Vi har tilrettelagt strategien så størstedelen af investeringerne ikke påvirkes direkte af udsving i valutakurserne. Vi har desuden sammensat strategien så investeringerne i obligationer udenfor det danske obligationsmarked er mindre følsomme overfor et eventuelt stigende renteniveau på statsobligationer. Den samlede følsomhed overfor ændringer i renteniveauet vil fortsat blive holdt på et lavt niveau.

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

Flexinvest Korte Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	465.138	427.563	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	450	2.864	Indestående i depotselskab	30.337	344.854
3 Udbytter	5.983	0	I alt likvide midler	30.337	344.854
I alt renter og udbytter	470.671	424.699	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	17.046.682	18.706.339
Obligationer	208.264	÷380.346	Not. obl. fra udl. udstedere	2.912.758	4.681.864
Kapitalandele	283.421	÷201.045	Unoterede obligationer	9.251	2.934
Afledte finansielle instr.	÷141.740	÷45.241	I alt obligationer	19.968.690	23.391.137
Valutakonti	12.861	÷39.373	Kapitalandele:		
Øvrige aktiver/passiver	332	÷349	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷391	÷494	inv- og specialforeninger	2.032.140	2.587.474
I alt kursgevinster og -tab	362.747	÷666.847	I alt kapitalandele	2.032.140	2.587.474
I alt indtægter	833.418	÷242.148	Afl. finansielle instr.:		
6 Administrationsomkostninger	152.917	115.722	Unot. afl. finansielle instr.	1.003	40.985
Resultat før skat	680.501	÷357.870	I alt afledte finansielle instr.	1.003	40.985
Skat	0	0	Andre aktiver:		
Årets nettoresultat	680.501	÷357.870	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	164.968	209.496
Resultatdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	510.542	0
Foreslået udlodning	0	207.282	I alt andre aktiver	675.510	209.496
Overført til udlodning næste år	17.423	9.703	Aktiver i alt	22.707.680	26.573.946
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	17.423	216.986	Passiver		
Overført til formuen	663.077	÷574.856	8 Investorers formue	22.127.628	25.967.321
I alt disponeret	680.501	÷357.870	Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	4.669	12.137
			I alt afledte finansielle instr.	4.669	12.137
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	1.810	783
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	573.573	593.706
			I alt anden gæld	575.382	594.488
			Passiver i alt	22.707.680	26.573.946

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	2,92	0,88	0,82	÷1,46	2,85
Sharpe Ratio	2,67	1,83	1,76	0,05	0,51
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,90	103,06	102,40	100,22	102,26
Nettoresultat (t.DKK)	406.874	125.600	135.754	÷357.870	680.501
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	1,50	0,70	0,80	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,60	0,61	0,53	0,61
ÅOP	0,66	0,63	0,64	0,67	0,67
Omsætningshastighed (antal gange)	0,51	0,12	0,56	0,23	0,46
Investorerers formue (t.DKK)	14.698.352	18.353.213	18.689.275	25.967.321	22.127.628
Antal andele	141.465.072	178.082.573	182.512.339	259.103.114	216.392.363
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Korte Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	102	9
Noterede obligationer fra danske udstedere	295.041	317.127
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	169.126	110.128
Unoterede obligationer	222	53
Andre renteindtægter	646	247
I alt renteindtægter	465.138	427.563

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	450	2.864
I alt renteudgifter	450	2.864

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	5.983	0
I alt udbytter	5.983	0

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	128.693	÷277.562
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	79.334	÷102.173
Unoterede obligationer	236	÷610
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	283.421	÷201.045
Terminforretninger/futures m.m.	÷17.209	18.768
Renteforretninger	÷124.532	÷64.009
Valutakonti	12.861	÷39.373
Øvrige aktiver/passiver	332	÷349
Handelsomkostninger	÷391	÷494
I alt kursgevinster og -tab	362.747	÷666.847

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷425	÷733
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	34	239
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷391	÷494

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	130.356	0	95.930	0
Fast administrationshonorar	22.562	0	19.792	0
I alt opdelte adm.omk.	152.917	0	115.722	0
I alt adm.omkostninger		152.917		115.722

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 26.318 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	470.671	424.699
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	2.864
Kursgevinst til udlodning	÷340.513	÷172.858
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷12.199	62.841
Udlodning overført fra sidste år	9.703	14.931
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	127.662	332.477
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	152.917	115.722
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	26.318	17.951
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	16.360	÷17.721
I alt til rådighed for udlodning, netto	17.423	216.986

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	259.103.114	25.967.321	182.512.339	18.689.275
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷207.282		÷127.759
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		7.245		10.821
Emissioner i året	37.124.578	3.745.945	124.098.601	12.567.529
Indløsninger i året	÷79.835.329	÷8.089.629	÷47.507.826	÷4.829.827
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		23.528		15.152
Foreslået udlodning		0		207.282
Overførsel af periodens resultat		663.077		÷574.856
Overført til udlodning næste år		17.423		9.703
I alt investorernes formue	216.392.363	22.127.628	259.103.114	25.967.321

Flexinvest Korte Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	100,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	99,4	100,2
Øvrige aktiver og passiver	0,6	±0,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	10.917	13.634
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	1.934	1.902
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	3.750
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	0	778
DANSKE BANK FRN PERP 11/2016	3.008	0
I alt	15.859	20.064

Underliggende eksponering ved valuta- terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	2.855.657
EUR	÷ 1.857.075
GBP	÷ 34.834
NOK	÷ 21.371
SEK	÷ 85.800
USD	÷ 861.337

Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK

Solgte rentefutures, underliggende eksponering	2.348.540
--	-----------

Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:

Likvide midler	26.786
I alt sikkerhed	26.786

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

Flexinvest Lange Obligationer KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank

(ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 4,70 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen indgår i en samlet produktpakke. Afkastet måles og evalueres samlet for produktpakken.

Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i statsobligationer med 10 og 30 års restløbetid og de helt lange 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 2,5 pct. eller derunder. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 6 og 12 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem

Afdelingens profil

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

Varigheder

0-1 år	4,2%
1-3 år	17,3%
3-5 år	9,0%
5-10 år	61,1%
Over 10 år	7,1%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,19
Standardafvigelse	3,37

Flexinvest Lange Obligationer KL

Året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer set i forhold til det generelle marked for danske obligationer. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav det bedste afkast. Hen over året var renterisikoen i afdelingen en anelse højere end markedet for lange danske obligationer. Dette var, sammen med overvægten af realkreditobligationer, hovedforklaringen på det højere afkast set i forhold til udviklingen i det generelle marked.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Flexinvest Lange Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3.920	4.660	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	6	12	Indestående i depotselskab	2.798	1.379
I alt renter og udbytter	3.914	4.648	I alt likvide midler	2.798	1.379
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	6.265	÷6.539	Not. obl. fra danske udstedere	203.829	173.537
4 Handelsomkostninger	0	0	Not. obl. fra udl. udstedere	6.164	6.345
I alt kursgevinster og -tab	6.265	÷6.539	I alt obligationer	209.993	179.882
I alt indtægter	10.180	÷1.892	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	1.567	1.646	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.642	1.680
Resultat før skat	8.613	÷3.537	Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.260	515
Skat	0	0	I alt andre aktiver	4.902	2.195
Årets nettoresultat	8.613	÷3.537	Aktiver i alt	217.693	183.456
Resultatdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	1.961	4.229	7 Investorerers formue	211.824	179.875
Udbetalt acontoudlodning	1.510	2.234	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	188	151	Skyldige omkostninger	28	8
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	3.659	6.613	Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.841	3.573
Overført til formuen	4.954	÷10.151	I alt anden gæld	5.869	3.581
I alt disponeret	8.613	÷3.537	Passiver i alt	217.693	183.456

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	5,83	÷0,64	9,30	÷1,43	4,70
Sharpe Ratio	1,55	1,04	1,21	0,58	1,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,05	103,93	111,53	106,34	108,02
Nettoresultat (t.DKK)	2.421	÷875	16.360	÷3.537	8.613
Udbytte (DKK pr. andel)	10,75	1,90	3,70	3,60	1,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,84	0,80	0,79	0,79	0,79
ÅOP	0,91	0,83	0,82	0,83	0,83
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,00	0,57	0,32	0,19
Investorerers formue (t.DKK)	37.280	152.017	206.429	179.875	211.824
Antal andele	324.038	1.462.632	1.850.925	1.691.478	1.961.014
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Lange Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.635	4.152
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	285	508
I alt renteindtægter	3.920	4.660

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	6	12
I alt renteudgifter	6	12

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	6.447	÷6.297
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷181	÷243
I alt kursgevinster og -tab	6.265	÷6.539

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	1.369	0	1.438	0
Fast administrationshonorar	198	0	208	0
I alt opdelte adm.omk.	1.567	0	1.646	0
I alt adm.omkostninger		1.567		1.646

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	3.914	4.648
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	12
Kursgevinst til udlodning	955	3.745
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	293	÷411
Udlodning overført fra sidste år	151	144
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	5.313	8.138
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.567	1.646
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷87	121
I alt til rådighed for udlodning, netto	3.659	6.613

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.691.478	179.875	1.850.925	206.429
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷4.229		÷4.812
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷275		÷364
Emissioner i året	325.590	35.345	415.462	45.706
Indløsninger i året	÷56.054	÷6.060	÷574.909	÷61.415
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		65		103
Foreslået udlodning		1.961		4.229
Overførsel af periodens resultat		4.954		÷10.151
Overført til udlodning næste år		188		151
I alt investorerens formue	1.961.014	211.824	1.691.478	179.875

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
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

Flexinvest Udenlandske Obligationer KL

Investerer i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af emerging markedslande 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.

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

Risikoprofil

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

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

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

Markedet

Årets første måneder var præget af rentefald og dermed solide obligationsafkast. Årsagen var frygten for en recession. For det første var væksten i USA ganske svag. En stærk USD og faldende oliepris havde stor negativ betydning for den amerikanske fremstillingssektor og oliesektor. Produktion, investeringer og erhvervstillid kom derfor under pres. For det andet var der usikkerhed omkring stabiliteten af kinesisk økonomi – en usikkerhed som allerede i andet halvår af 2015 havde vist sig: Ville de senere års massive gældoptagelse føre til et økonomisk kollaps? Endelig var der opstået bekymring omkring råvareproducerende lande i kølvandet på faldende råvarepriser. De finansielle markeder kvitterede med de største fald på aktiemarkedet siden Finanskrisen, og merrenten til statsobligationer på virksomhedsobligationer steg betragteligt. Investorer søgte derfor tilflugt i sikre statsobligationer, hvorfor obligationsrenter faldt markant.

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

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

Afdelingens profil

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	13,8%
3-5 år	46,4%
5-10 år	27,7%
Over 10 år	4,4%
Øvrige inkl. likvide	2,8%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,53
Standardafvigelse	5,47

Flexinvest Udenlandske Obligationer KL

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 9,16 pct. Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen indgår i en samlet produktpakke. Afkastet måles og evalueres samlet for produktpakken. Der anvendes dog et sammensat indeks, som indikation for et tilfredsstillende markeds-afkast. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette markedsafkast, som var 9,60 pct. i samme periode. Afdelingen har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Afdelingen havde i årets løb en relativ lille andel investeret i de mindst risikofyldte dele af markedet. Ved indgangen til efteråret øgede vi allokeringen til inflationsindekseerede statsobligationer, som herefter udgjorde omkring 8 pct. af afdelingen. Desuden havde afdelingen mellem 5 og 10 pct. af formuen investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet. Allokeringen til de mere risikofyldte dele af markedet udgjorde derfor den største andel. Mellem 40 og 50 pct. af formuen var således investeret i obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med lav kreditkvalitet. Andelen af obligationer udstedt af lande fra de nye markeder udgjorde i årets løb også mellem 40 og 50 pct. Vi vurderede, at det globale økonomiske vækstbillede og støtte fra centralbanker i højere grad ville understøtte de mere risikofyldte dele af obligationsmarkedet. I løbet af året blev allokeringen til obligationer udstedt af lande fra de nye markeder forøget gradvist, og andelen af virksomhedsobligationer blev mindsket. Afdelingens andel af mere risikofyldte obligationer bidrog positivt til afkastet, da disse obligationer gav et højere afkast end mindre risikofyldte obligationer som eksempelvis europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet eller statsobligationer. Afdelingen havde i perioden ikke valutarisici, på nær den del som var investeret i obligationer udstedt i lokalvaluta af lande fra de nye markeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Afdelingen er investeret i obligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Fornyet bekymring om en økonomisk krise eller forøget politisk turbulens i Europa vil derfor være negativt for afdelingens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da Fed i så fald vil hæve den ledende rente mere end,

hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for afdelingens afkast. En restriktiv amerikansk handelspolitik kan føre til en decideret handelskrig. Det vil være negativt for den del af afdelingen, der er investeret i obligationer udstedt af lande i de nye markeder. Et fornyet fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for råvareproducerende lande og virksomheder. En del af afdelingen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder i disse lande, og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder igen. Endelig vil risici knyttet til den økonomiske og politiske udvikling i nøglelande som Kina, Brasilien, Mexico og Tyrkiet have stor betydning for afdelingens investering i obligationer udstedt af lande i de nye markeder.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang. Fed, vil derfor gradvist hæve den ledende rente i løbet af 2017. Den europæiske centralbank (ECB), forsøger derimod fortsat at stimulere den økonomiske vækst, og dermed inflationen som ligger langt under målsætningen. Det sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Solid vækst i den amerikanske økonomi samt Fed presser derfor det amerikanske renteniveau op. Markedet indregner dog allerede nu en række renteforhøjelser. ECB presser det europæiske renteniveau ned, men antyder, at opkøbsprogrammet vil blive nedroslet sidst på året. Støtten fra centralbankerne til de finansielle markeder vil derfor aftage. Samtidig vokser den politiske usikkerhed: Hvilken økonomisk og sikkerhedspolitik vil den nye amerikanske regering få gennemført? Vil valgene i kernelandene Tyskland og Frankrig føre til yderligere politisk usikkerhed i EU ovenpå afstemningerne i Storbritannien og Italien? På denne baggrund, forventer vi, at udsvingene på markederne vil svare til det vi så i 2016. Alt i alt vil markedsafkastene blive moderate. Ved starten af året fastholdes allokeringen til de mere risikofyldte obligationsmarkeder. For det første fordi der allerede er indregnet en del renteforhøjelser i USA. For det andet er den ganske pæne vækst i den amerikanske og europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. For det tredje vil solid global vækst og moderat inflation i de nye markeder understøtte obligationer udstedt af lande i de nye markeder. Vi har tilrettelagt investeringsstrategien, så størstedelen af investeringerne er mindre følsomme overfor udsving i valutakurserne.

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

Flexinvest Udenlandske Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	319.756	433.819	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	1.731	2.869	Indestående i depotselskab	496.928	340.955
3 Udbytter	10.007	34.569	I alt likvide midler	496.928	340.955
I alt renter og udbytter	328.031	465.519	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	70.176	80.185
Obligationer	435.724	129.924	Not. obl. fra udl. udstedere	7.031.842	5.288.161
Kapitalandele	255.597	+92.882	Not. konv. obl. fra udl. udst.	4.555	0
Afledte finansielle instr.	+216.092	+599.640	Unoterede obligationer	41.059	9.764
Valutakonti	+33.911	+30.815	I alt obligationer	7.147.632	5.378.109
Øvrige aktiver/passiver	23	+38	Kapitalandele:		
5 Handelsomkostninger	+656	+1.180	Inv-beviser i andre danske		
I alt kursgevinster og -tab	440.685	+594.630	inv- og specialforeninger	4.139.783	2.000.567
I alt indtægter	768.716	+129.110	I alt kapitalandele	4.139.783	2.000.567
6 Administrationsomkostninger	111.578	127.014	Afl. finansielle instr.:		
Resultat før skat	657.138	+256.124	Unot. afl. finansielle instr.	11.195	1.648
7 Skat	4	0	I alt afledte finansielle instr.	11.195	1.648
Årets nettoresultat	657.134	+256.124	Andre aktiver:		
Resultatdisponering			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	109.453	98.186
Foreslået udlodning	0	116.780	Mellemvær. vedr. handelsafv.	61	0
Overført til udlodning næste år	0	4.750	I alt andre aktiver	109.514	98.186
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	0	121.530	Aktiver i alt	11.905.053	7.819.465
Overført til formuen	657.134	+377.654	Passiver		
I alt disponeret	657.134	+256.124	9 Investorerers formue	11.730.173	7.782.886
			Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	170.658	27.703
			I alt afledte finansielle instr.	170.658	27.703
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	1.520	363
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.701	8.513
			I alt anden gæld	4.221	8.876
			Passiver i alt	11.905.053	7.819.465

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	16,49	1,31	3,24	+3,14	9,16
Sharpe Ratio	1,38	0,98	1,40	0,09	0,53
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,50	99,97	103,21	99,97	107,56
Nettoresultat (t.DKK)	930.610	103.772	250.676	+256.124	657.134
Udbytte (DKK pr. andel)	10,00	0,00	0,00	1,50	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,22	1,21	1,22	1,22	1,22
ÅOP	1,37	1,33	1,36	1,36	1,37
Omsætningshastighed (antal gange)	0,43	0,39	0,82	0,87	0,49
Investorerers formue (t.DKK)	6.680.172	8.046.194	10.664.007	7.782.886	11.730.173
Antal andele	61.568.893	80.486.781	103.324.720	77.853.129	109.054.666
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Udenlandske Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	192	16
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.175	2.418
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	315.675	428.877
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	80	558
Unoterede obligationer	591	1.589
Andre renteindtægter	1.044	360
I alt renteindtægter	319.756	433.819

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	1.731	2.869
I alt renteudgifter	1.731	2.869

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	10.007	34.569
I alt udbytter	10.007	34.569

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.891	÷2.771
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	431.820	136.469
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	193	436
Unoterede obligationer	1.819	÷4.210
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	255.597	÷92.882
Terminsfremtids/futures m.m.	÷145.238	÷605.999
Renteformetninger	÷70.854	6.359
Valutakonti	÷33.911	÷30.815
Øvrige aktiver/passiver	23	÷38
Handelsomkostninger	÷656	÷1.180
I alt kursgevinster og -tab	440.685	÷594.630

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷888	÷1.613
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	232	433
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷656	÷1.180

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	4	0
Managementhonorar	99.688	0	113.476	0
Fast administrationshonorar	11.889	0	13.534	0
I alt opdelte adm.omk.	111.578	0	127.014	0
I alt adm.omkostninger	111.578	111.578	127.014	127.014

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 33.309 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4	0
I alt skat	4	0

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	328.031	465.519
Ikke refunderbar udbytteskat	÷4	0
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	2.869
Kursgevinst til udlodning	÷313.250	÷156.737
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	65.776	÷114.050
Udlodning overført fra sidste år	4.750	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	85.303	197.600
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	111.578	127.014
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	33.309	28.620
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷19.645	22.323
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷12.610	121.530
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷12.610	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	0	121.530

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	77.853.129	7.782.886	103.324.720	10.664.007
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷116.780		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		233		0
Emissioner i året	36.050.359	3.887.642	30.860.743	3.250.201
Indløsninger i året	÷4.848.822	÷504.531	÷56.332.334	÷5.895.062
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		23.589		19.865
Foreslået udlodning		0		116.780
Overførsel af periodens resultat		657.134		÷377.654
Overført til udlodning næste år		0		4.750
I alt investorerens formue	109.054.666	11.730.173	77.853.129	7.782.886

Flexinvest Udenlandske Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,1	88,2
§144a - Nyemitterede	4,7	6,4
Øvrige finansielle instrumenter	+1,0	+0,2
I alt finansielle instrumenter	94,9	94,5
Øvrige aktiver og passiver	5,1	5,5
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	
	2016	2015
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	3.353	6.623
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	9.358	3.030
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	3.162	3.737
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	1.500
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	3.869	3.804
DANSKE BANK FRN PERP 11/2016	2.005	0
0,75 DANSKE BANK A/S 02/06-2016/2023	4.872	0
I alt	26.619	18.694

Underliggende eksponering ved valuta- terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
AUD	+5.932
CAD	+30.337
DKK	7.145.701
EUR	+2.536.957
GBP	+242.594
JPY	+35.211
NOK	+8.476
NZD	+4.262

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 – afviklet i 2016
- FX, osuuslaji EUR W – afviklet i 2016

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

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

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

FX – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	2.386	7.938	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	59	4	Indestående i depotselskab	48	14.627
I alt renter og udbytter	2.327	7.934	I alt likvide midler	48	14.627
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷4.645	÷9.059	Not. obl. fra udl. udstedere	1.706	482.719
Afledte finansielle instr.	7.055	÷11.789	I alt obligationer	1.706	482.719
Valutakonti	4.078	÷6.217	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	÷106	103	Unot. afl. finansielle instr.	2	9.536
4 Handelsomkostninger	0	÷15	I alt afledte finansielle instr.	2	9.536
I alt kursgevinster og -tab	6.382	÷26.977	Andre aktiver:		
I alt indtægter	8.709	÷19.043	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	17	5.500
5 Administrationsomkostninger	1.569	3.416	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	202
Resultat før skat	7.140	÷22.459	I alt andre aktiver	17	5.702
Skat	0	0	Aktiver i alt	1.773	512.584
Årets nettoresultat	7.140	÷22.459	Passiver		
Resultatdisponering			6 Investorers formue	1.653	454.007
Overført til formuen	7.140	÷22.459	Afledte finansielle instrumenter:		
I alt disponeret	7.140	÷22.459	Unot. afl. finansielle instr.	17	1.691
			I alt afledte finansielle instr.	17	1.691
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	75	26
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	27	56.860
			I alt anden gæld	102	56.886
			Passiver i alt	1.773	512.584

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	17.622	÷52.807	5.657	÷22.459	7.140
Omsætningshastighed (antal gange)	0,82	0,51	0,50	0,99	0,79
Investorerers formue (t.DKK)	588.738	437.461	444.785	454.007	1.653

FX – Accumulating KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	1	15
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.385	7.923
I alt renteindtægter	2.386	7.938

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	59	4
I alt renteudgifter	59	4

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷4.645	÷9.059
Terminforretninger/futures m.m.	7.055	÷11.789
Valutakonti	4.078	÷6.217
Øvrige aktiver/passiver	÷106	103
Handelsomkostninger	0	÷15
I alt kursgevinster og -tab	6.382	÷26.977

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	÷15
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	÷15

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	75	0	0	0
Managementhonorar	1.149	0	2.628	0
Fast administrationshonorar	345	0	788	0
I alt opdelte adm.omk.	1.569	0	3.416	0
I alt adm.omkostninger		1.569		3.416

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		454.007		444.785
Emissioner i året		24.097		217.102
Indløsninger i året		÷483.607		÷185.421
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		16		0
Overførsel af periodens resultat		7.140		÷22.459
I alt investoreernes formue		1.653		454.007

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	103,2	106,3
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,9	1,7
I alt finansielle instrumenter	102,3	108,1
Øvrige aktiver og passiver	÷2,3	÷8,1
I alt	100,0	100,0

Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
AUD	536
CAD	168
EUR	÷550
GBP	÷329
NOK	327
USD	÷168

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i 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.

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 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 2016 været: 1,82 pct., 5,99 pct. og 9,34 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 netpositionerne i de afledte finansielle instrumenter. Valutaeksponeringen kan kortvarigt være højere, men forventes ikke at overstige 250 pct.

Den gennemsnitlige gearing har i 2016 været 202 pct.

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

Markedet

Valutamarkedet var i 2016 præget af store udsving i valutakrydsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet folkeafstemningen i Storbritannien samt udfaldet af det amerikanske præsidentvalg. Prisfaldet på råvarer herunder særligt faldet i olieprisen i starten af 2016 skabte ligeledes store bekymringer på de finansielle markeder. Endelig forlængede den europæiske centralbank (ECB) deres obligationsopkøbsprogram, mens den amerikanske centralbank (Fed) satte renten op, hvilket også bidrog til kursudsvingene på valutamarkedene.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 5,64 pct. målt i EUR. Andelsklassen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, og har indfriet vores forventning om et positivt afkast grundet andelsklassens overvægt i NZD.

Andelsklassens profil

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

Varigheder

0-1 år	98,3%
Øvrige inkl. likvide	1,7%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,12
Standardafvigelse	6,97

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Andelsklassen har intet benchmark, da andelsklassen følger en absolut investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket andelsklassens afkast måles.

Vurdering af resultatet

Andelsklassens valutastrategier har i 2016 resulteret i et positivt afkast. Andelsklassen har siden årets start generelt været overvægtet i valutaerne NZD, AUD, NOK og CAD, og undervægtet i valutaerne EUR, SEK, USD og GBP. Årsagen til det positive afkast stammer primært fra overvægten i NZD mod undervægten i SEK.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved starten af 2017 er andelsklassens største valutaundervægt i SEK. Udviklingen i svensk økonomi herunder udviklingen i inflationen vil derfor have en afgørende betydning for andelsklassens afkast. Ligeledes er andelsklassen undervægtet EUR. Den økonomiske udvikling i Euroland vil således fortsat have en afgørende betydning for andelsklassens afkast. Endelig er andelsklassens to største valutaovervægte ved indgangen til 2017 AUD og NZD, som begge blandt andet er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

Inflationsudviklingen i de vestlige økonomier samt udviklingen i olieprisen og andre råvarepriser ventes fortsat at være dominerende temaer i 2017. Derudover vil politiske valg i flere af de europæiske lande og kinesisk økonomi også have markedets fokus. Vi forventer derfor fortsat store udsving i valutakurserne. Dette vil formentlig give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast. Betydelig udsving i afkastet må dog forventes som følge af den betydelige usikkerhed, der præger de finansielle markeder ved indgangen til 2017. Andelsklassen forventes afviklet medio 2017.

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)	4,48	÷7,68	1,79	÷4,37	5,64
Sharpe Ratio i EUR	-	-	÷0,16	÷0,51	0,12
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,62	98,43	100,19	95,81	101,22
Nettoresultat (t.DKK)	17.622	÷52.807	5.657	÷19.976	6.844
Administrationsomkostninger (pct.)	0,61	0,62	0,62	0,65	0,67
Investorers formue (t.DKK)	588.738	437.461	444.785	329.152	1.653
Antal andele	740.119	595.763	596.177	460.336	2.196
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.965	÷17.114
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.120	2.862
Klassens resultat	6.844	÷19.976
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	329.152	444.785
Emissioner i året	16.347	88.674
Indløsninger i året	÷350.707	÷184.331
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	16	0
Overførsel af periodens resultat	6.844	÷19.976
Investorers formue ultimo	1.653	329.152
Antal andele		
Andele primo året	460.336	596.177
Emissioner i året	23.146	121.348
Indløsninger i året	÷481.286	÷257.189
Andele ultimo året	2.196	460.336

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i 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.

Andelsklassen er afviklet d. 30. juni 2016.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Februar 2015

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060592285

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷4,95	-
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	95,05	-
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1.120	÷1.141
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,65	-
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	88.988	0
Antal andele	-	-	-	1.148.922	0
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	-

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	5.2.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷102	÷1.246
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷751	465
Administrationsomkostninger	288	340
Klassens resultat	÷1.141	÷1.120
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	88.988	0
Emissioner i året	7.750	91.198
Indløsninger i året	÷95.597	÷1.090
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	÷1.141	÷1.120
Investorers formue ultimo	0	88.988
Antal andele		
Andele primo året	1.148.922	0
Emissioner i året	104.432	1.163.403
Indløsninger i året	÷1.253.354	÷14.481
Andele ultimo året	0	1.148.922

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i 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.

Andelsklassen er afviklet d. 26. august 2016.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Februar 2015

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060592012

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷3,88	-
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	9,61	-
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1.363	1.436
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,65	-
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	35.867	0
Antal andele	-	-	-	500.000	0
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	10	-

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	5.2.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.597	÷1.149
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	161	215
Klassens resultat	1.436	÷1.363
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	35.867	0
Emissioner i året	0	37.230
Indløsninger i året	÷37.303	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	1.436	÷1.363
Investorers formue ultimo	0	35.867
Antal andele		
Andele primo året	500.000	0
Emissioner i året	0	500.000
Indløsninger i året	÷500.000	0
Andele ultimo året	0	500.000

Global KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet

den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultatet blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 13,06 pct., mens benchmark steg 10,69 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 1999

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060244408

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	61,5%
Schweiz	6,9%
Storbritannien	6,1%
Tyskland	6,0%
Japan	5,0%
Øvrige inkl. likvide	14,5%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,27
Standardafvigelse	11,25
Tracking error	3,55
Information Ratio	0,79
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	11,62
Active share	91,43

Global KL

indenfor sektorerne energi og informationsteknologi samt betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog negativt. Modsat bidrog afdelingens betydelige investeringer indenfor sektorerne finans og materialer samt de begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren positivt.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. De største positive bidrag kan henføres til afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, det japanske medico selskab Terumo, det amerikanske industriselskab Johnson Controls samt den amerikanske bank First Republic. Modsat var afdelingens investeringer i L Brands, som bl.a. står bag linge-*rimærket Victoria's Secret*, og den danske medicinalsselskab Novo Nordisk de største negative bidragsydere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne finans, sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i erhvervsinvesteringerne, den generelle økonomiske vækst, det offentlige forbrug samt det private forbrug.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne finans, sundhed og stabilt forbrug, samt begrænsede investeringer i selskaber indenfor informationsteknologi, industri og forsyning.

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

Global KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	37	3	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	94	25	Indestående i depotselskab	105.998	9.501
3 Udbytter	15.800	6.298	I alt likvide midler	105.998	9.501
I alt renter og udbytter	15.744	6.276	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	51.404	7.197
Kapitalandele	122.877	36.943	Not. aktier fra udl. selskaber	3.147.095	234.693
Valutakonti	÷2.932	1.217	Inv-beviser i andre danske		
Øvrige aktiver/passiver	÷34	23	inv- og specialforeninger	0	9.216
5 Handelsomkostninger	÷9	÷69	I alt kapitalandele	3.198.499	251.106
I alt kursgevinster og -tab	119.901	38.114	Andre aktiver:		
I alt indtægter	135.645	44.390	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.386	237
6 Administrationsomkostninger	10.684	3.977	Andre tilgodehavender	0	3
Resultat før skat	124.962	40.414	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.535	0
7 Skat	1.482	447	Aktuelle skatteaktiver	375	553
Årets nettoresultat	123.480	39.967	I alt andre aktiver	4.296	792
Resultatdisponering			Aktiver i alt	3.308.792	261.400
Overført til udlodning næste år	÷497.739	÷58.309	Passiver		
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷497.739	÷58.309	9 Investorers formue	3.307.919	261.380
Overført til formuen	621.219	98.276	Anden gæld:		
I alt disponeret	123.480	39.967	Skyldige omkostninger	873	19
			I alt anden gæld	873	19
			Passiver i alt	3.308.792	261.400

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	17,93	12,32	17,90	15,35	13,06
Benchmarkafkast (pct.)	14,79	17,49	18,39	9,00	10,69
Sharpe Ratio	1,13	0,84	2,13	1,30	1,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	90,61	99,42	117,22	135,22	152,88
Nettoresultat (t.DKK)	25.558	29.577	38.198	39.967	123.480
Udbytte (DKK pr. andel)	2,25	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,47	1,52	1,50	1,52	1,54
ÅOP	1,75	1,80	1,81	1,65	1,62
Omsætningshastighed (antal gange)	0,11	0,12	0,18	0,12	0,08
Investorerers formue (t.DKK)	276.609	209.969	249.658	261.380	3.307.919
Antal andele	3.052.845	2.111.890	2.129.756	1.933.039	21.637.963
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	37	3
I alt renteindtægter	37	3

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	94	25
I alt renteudgifter	94	25

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	243	99
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	15.557	5.549
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	0	650
I alt udbytter	15.800	6.298

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷ 1.477	3.049
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	125.158	34.686
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	÷ 803	÷ 792
Vælutakonti	÷ 2.932	1.217
Øvrige aktiver/passiver	÷ 34	23
Handelsomkostninger	÷ 9	÷ 69
I alt kursgevinster og -tab	119.901	38.114

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.817	÷ 251
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.808	181
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 9	÷ 69

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	8	0
Øvrige omkostninger	0	0	2	0
Managementhonorar	9.712	0	3.599	0
Fast administrationshonorar	971	0	366	0
I alt opdelte adm.omk.	10.684	0	3.977	0
I alt adm.omkostninger		10.684		3.977

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 11 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.482	447
I alt skat	1.482	447

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	15.744	6.276
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 1.482	÷ 447
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	112	89
Kursgevinst til udlodning	11.272	33.327
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷ 465.077	10.233
Udlodning overført fra sidste år	÷ 58.309	÷ 107.787
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷ 497.739	÷ 58.309
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	10.684	3.977
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	11	258
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 35.712	73
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷ 544.123	÷ 61.955
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷ 46.384	÷ 3.646
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷ 497.739	÷ 58.309

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	1.933.039	261.380	2.129.756	249.658
Emissioner i året	20.204.567	2.986.911	571.516	74.741
Indløsninger i året	÷ 499.643	÷ 65.813	÷ 768.233	÷ 103.298
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.961		313
Overførsel af periodens resultat		621.219		98.276
Overført til udlodning næste år		÷ 497.739		÷ 58.309
I alt investorenes formue	21.637.963	3.307.919	1.933.039	261.380

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,7	96,1
I alt finansielle instrumenter	96,7	96,1
Øvrige aktiver og passiver	3,3	3,9
I alt	100,0	100,0

Global Equity Solution KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet

den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 8,19 pct., mens benchmark steg 10,32 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

Amerikanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i 2016. En overvægt i amerikanske aktier i første halvår 2016 på bekostning af europæiske aktier bidrog således positivt til det relative afkast. Dette var dog ikke tilstrækkeligt til at opveje tabene på investeringerne i europæiske og amerikanske banker i begyndelsen af året. Derudover har afdelingens eksponering til cykliske aktier i USA bidraget negativt til den relative performance, ligeledes har aktieudvælgelsen i Europa bidraget negativt. Omvendt har investeringerne i den amerikanske risikopræmiestrategi har bidraget

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	55,5%
Japan	8,3%
Storbritannien	5,7%
Schweiz	4,3%
Canada	3,4%
Øvrige inkl. likvide	22,8%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,82
Standardafvigelse	12,02
Active share	42,63

Global Equity Solution KL

positivt. Sidstnævnte har i særdeleshed klaret sig godt efter valget i USA, som gav anledning til større stigninger i mange små og mellemstore amerikanske selskaber:

Afdelingen er aktivt styret, men har en active share under 50. Afdelingens omkostninger er tilpasset afdelingens lavere aktivitetsniveau, således at afdelingen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Afdelingen ligger ved årets udgang neutralt allokeret på regioner. De største risici forventes at komme fra valget af segmenter i aktiemarkedet.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Ved årets udgang er afdelingen fordelt med 31 pct. i indekserede amerikanske aktier; 16 pct. i en amerikansk risiko-præmie strategi, 16 pct. i europæiske aktier, 24 pct. i globale aktier; 7 pct. i japanske aktier, og 6 pct. i øvrige aktier.

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

Global Equity Solution KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	164	42	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	553	315	Indestående i depotselskab	140.000	132.090
3 Udbytter	192.210	161.079	I alt likvide midler	140.000	132.090
I alt renter og udbytter	191.822	160.806	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	117.596	73.607
Kapitalandele	347.934	581.131	Not. aktier fra udl. selskaber	5.763.157	6.865.557
Valutakonti	21.728	29.560	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	1.989	6.557
Øvrige aktiver/passiver	+454	299	I alt kapitalandele	5.882.742	6.945.721
5 Handelsomkostninger	+3.842	+8.022	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	365.366	602.967	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.809	6.706
I alt indtægter	557.188	763.773	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.556	3.208
6 Administrationsomkostninger	66.208	62.464	Aktuelle skatteaktiver	4.564	11.795
Resultat før skat	490.980	701.309	I alt andre aktiver	11.928	21.708
7 Skat	18.655	13.472	Aktiver i alt	6.034.670	7.099.520
Årets nettoresultat	472.325	687.837	Passiver		
Resultatdisponering			9 Investorerers formue	6.033.651	7.099.090
Foreslået udlodning	100.447	977.381	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	2.896	1.820	Skyldige omkostninger	1.019	430
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	103.343	979.201	I alt anden gæld	1.019	430
Overført til formuen	368.982	+291.364	Passiver i alt	6.034.670	7.099.520
I alt disponeret	472.325	687.837			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	21,49	13,14	12,93	9,90	8,19
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	+2,35	10,32
Sharpe Ratio	-	-	2,12	1,01	0,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,70	119,08	134,48	135,83	126,14
Nettoresultat (t.DKK)	433.286	424.771	644.949	687.837	472.325
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	0,00	13,10	18,70	2,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,45	1,48	0,99	0,99	0,99
ÅOP	2,03	1,90	1,92	1,20	1,10
Omsætningshastighed (antal gange)	1,42	0,62	1,15	0,79	0,45
Investorerers formue (t.DKK)	3.372.374	4.935.803	5.814.766	7.099.090	6.033.651
Antal andele	31.605.837	41.449.139	43.238.235	52.266.370	47.831.977
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global Equity Solution KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	165	42
Andre renteindtægter	0	0
I alt renteindtægter	164	42

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	553	315
I alt renteudgifter	553	315

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	2.004	1.472
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	189.970	159.336
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	236	271
I alt udbytter	192.210	161.079

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷ 17.740	26.731
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	365.946	554.756
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷ 273	÷ 357
Valutakonti	21.728	29.560
Øvrige aktiver/passiver	÷ 454	299
Handelsomkostninger	÷ 3.842	÷ 8.022
I alt kursgevinster og -tab	365.366	602.967

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 10.393	÷ 11.940
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6.551	3.918
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 3.842	÷ 8.022

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	38	0
Øvrige omkostninger	3	0	0	0
Managementhonorar	56.843	0	53.598	0
Fast administrationshonorar	9.362	0	8.828	0
I alt opdelte adm.omk.	66.208	0	62.464	0
I alt adm.omkostninger		66.208		62.464

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	18.655	13.472
I alt skat	18.655	13.472

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	191.822	160.806
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 18.655	÷ 13.472
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	6.332	÷ 1.082
Kursgevinst til udlodning	÷ 53.382	696.063
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	31.848	209.679
Udlodning overført fra sidste år	1.820	635
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	159.785	1.052.629
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	66.208	62.464
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	9.766	÷ 10.964
I alt til rådighed for udlodning, netto	103.343	979.201

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	52.266.370	7.099.090	43.238.235	5.814.766
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 977.381		÷ 566.421
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷ 124.161		46.453
Emissioner i året	32.824.462	3.883.159	22.553.079	3.123.639
Indløsninger i året	÷ 37.258.855	÷ 4.328.913	÷ 13.524.944	÷ 2.015.648
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		9.530		8.464
Foreslået udlodning		100.447		977.381
Overførsel af periodens resultat		368.982		÷ 291.364
Overført til udlodning næste år		2.896		1.820
I alt investorenes formue	47.831.977	6.033.651	52.266.370	7.099.090

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,5	97,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	97,5	97,8
Øvrige aktiver og passiver	2,5	2,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Navn		
Danske Bank	0	2.626

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

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

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

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

Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	45	422	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	208	205	Indestående i depotselskab	90.563	84.019
3 Udbytter	130.891	73.681	I alt likvide midler	90.563	84.019
I alt renter og udbytter	130.728	73.897	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	93.525	37.569
Kapitalandele	353.664	150.548	Not. aktier fra udl. selskaber	4.687.290	3.589.431
Valutakonti	15.846	10.161	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	2.117	3.441
Øvrige aktiver/passiver	16	÷20	I alt kapitalandele	4.782.932	3.630.441
5 Handelsomkostninger	÷4.256	÷4.303	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	365.270	156.386	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.826	3.507
I alt indtægter	495.997	230.283	Mellemvær. vedr. handelsafv.	353	1.233
6 Administrationsomkostninger	42.859	28.685	Aktuelle skatteaktiver	2.369	1.600
Resultat før skat	453.138	201.598	I alt andre aktiver	7.548	6.339
7 Skat	13.787	7.073	Aktiver i alt	4.881.042	3.720.800
Årets nettoresultat	439.351	194.524	Passiver		
Resultatdisponering			8 Investorerers formue	4.880.208	3.720.150
Overført til formuen	439.351	194.524	Anden gæld:		
I alt disponeret	439.351	194.524	Skyldige omkostninger	766	260
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	68	390
			I alt anden gæld	835	650
			Passiver i alt	4.881.042	3.720.800

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	9.039	145.572	194.524	439.351
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,26	0,93	0,91	0,54
Investorerers formue (t.DKK)	-	340.324	1.995.363	3.720.150	4.880.208

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	195	40
Andre renteindtægter	÷ 150	382
I alt renteindtægter	45	422

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	208	205
I alt renteudgifter	208	205

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	1.284	618
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	129.436	72.919
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	171	144
I alt udbytter	130.891	73.681

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷ 13.203	10.544
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	366.909	140.184
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷ 42	÷ 180
Valutakonti	15.846	10.161
Øvrige aktiver/passiver	16	÷ 20
Handelsomkostninger	÷ 4.256	÷ 4.303
I alt kursgevinster og -tab	365.270	156.386

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 7.479	÷ 6.096
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3.223	1.793
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 4.256	÷ 4.303

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	5	0
Øvrige omkostninger	1	0	0	0
Managementhonorar	36.472	0	24.625	0
Fast administrationshonorar	6.386	0	4.056	0
I alt opdeltede adm.omk.	42.859	0	28.685	0
I alt adm.omkostninger		42.859		28.685

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	13.787	7.073
I alt skat	13.787	7.073

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		3.720.150		1.995.363
Emissioner i året		2.252.490		1.860.756
Indløsninger i året		÷ 1.539.005		÷ 335.142
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		7.221		4.649
Overførsel af periodens resultat		439.351		194.524
I alt investoreernes formue		4.880.208		3.720.150

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	97,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	98,0	97,6
Øvrige aktiver og passiver	2,0	2,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Navn		
Danske Bank	0	1.302

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring

af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 13,47 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 15,85 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

Amerikanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i 2016. En overvægt i amerikanske aktier i første halvår 2016 på bekostning af europæiske aktier bidrog således positivt til det relative afkast. Dette var dog ikke tilstrækkeligt til at opveje tabene på investeringerne i europæiske og amerikanske banker i begyndelsen af året. Derudover har andelsklassens eksponering til cykliske aktier i USA bidraget negativt til den relative performance, ligeledes har aktieudvælgelsen i Europa bidraget negativt. Omvendt har investeringerne i den amerikanske risikopræmiestrategi har bidraget positivt. Sidstnævnte har i særdeleshed klaret sig godt efter valget i USA, som gav anledning til større stigninger i mange små og mellemstore amerikanske selskaber.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter målt i SEK
Fondskode: DK0060507788
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	55,9%
Japan	8,4%
Storbritannien	5,7%
Schweiz	4,3%
Canada	3,5%
Øvrige inkl. likvide	22,2%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,99
Standardafvigelse	12,21

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50. Andelsklassens omkostninger er tilpasset andelsklassens lavere aktivitetsniveau, således at andelsklassen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Andelsklassen ligger ved årets udgang neutralt allokeret på regioner. De største risici forventes at komme fra valget af segmenter i aktiemarkedet.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 31 pct. i indekserede amerikanske aktier, 16 pct. i en amerikansk risikopræmie strategi, 16 pct. i europæiske aktier, 24 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, og 6 pct. i øvrige aktier.

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

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	3,83	20,39	5,72	13,47
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷4,42	15,85
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	0,99
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	103,83	125,00	132,15	149,96
Nettoresultat (t.DKK)*	-	1.088	36.970	49.798	191.327
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,48	1,49	0,99	0,99
Investorerens formue (t.DKK)	-	48.143	490.919	921.023	1.844.547
Antal andele	-	550.042	4.996.148	8.552.786	15.851.485
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	207.212	56.631
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	15.885	6.833
Klassens resultat	191.327	49.798
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorerens formue primo	921.023	490.919
Emissioner i året	883.812	386.823
Indløsninger i året	÷153.835	÷7.333
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.220	816
Overførsel af periodens resultat	191.327	49.798
Investorerens formue ultimo	1.844.547	921.023
Antal andele		
Andele primo året	8.552.786	4.996.148
Emissioner i året	8.784.327	3.628.970
Indløsninger i året	÷1.485.627	÷72.333
Andele ultimo året	15.851.485	8.552.786

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkedet var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring

af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 2,76 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,55 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

Amerikanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i 2016. En overvægt i amerikanske aktier i første halvår 2016 på bekostning af europæiske aktier bidrog således positivt til det relative afkast. Dette var dog ikke tilstrækkeligt til at opveje tabene på investeringerne i europæiske og amerikanske banker i begyndelsen af året. Derudover har andelsklassens eksponering til cykliske aktier i USA bidraget negativt til den relative performance, ligeledes har aktieudvælgelsen i Europa bidraget negativt. Omvendt har investeringerne i den amerikanske risikopræmiestrategi har bidraget positivt. Sidstnævnte har i særdeleshed klaret sig godt efter valget i USA, som gav anledning til større stigninger i mange små og mellemstore amerikanske selskaber.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter målt i NOK

Fondskode: DK0060507515

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	55,9%
Japan	8,4%
Storbritannien	5,7%
Schweiz	4,3%
Canada	3,5%
Øvrige inkl. likvide	22,2%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,94
Standardafvigelse	11,70

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50. Andelsklassens omkostninger er tilpasset andelsklassens lavere aktivitetsniveau, således at andelsklassen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Andelsklassen ligger ved årets udgang neutralt allokeret på regioner. De største risici forventes at komme fra valget af segmenter i aktiemarkedet.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 31 pct. i indekserede amerikanske aktier, 16 pct. i en amerikansk risikopræmie strategi, 16 pct. i europæiske aktier, 24 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, og 6 pct. i øvrige aktier.

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

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	8,64	22,00	15,84	2,76
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	11,20	4,55
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,94
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	108,64	132,54	153,53	157,77
Nettoresultat (t.DKK)*	-	591	21.060	28.704	53.564
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,48	1,50	0,99	0,61
Investorers formue (t.DKK)	-	27.042	273.639	564.854	615.897
Antal andele	-	278.926	2.515.459	4.740.245	4.766.486
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	57.193	32.703
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.629	3.999
Klassens resultat	53.564	28.704
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	564.854	273.639
Emissioner i året	174.861	412.824
Indløsninger i året	÷ 178.095	÷ 151.548
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	712	1.235
Overførsel af periodens resultat	53.564	28.704
Investorers formue ultimo	615.897	564.854
Antal andele		
Andele primo året	4.740.245	2.515.459
Emissioner i året	1.537.862	3.436.963
Indløsninger i året	÷ 1.511.622	÷ 1.212.177
Andele ultimo året	4.766.486	4.740.245

Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring

af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 8,06 pct., mens benchmark steg 10,32 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

Amerikanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i 2016. En overvægt i amerikanske aktier i første halvår 2016 på bekostning af europæiske aktier bidrog således positivt til det relative afkast. Dette var dog ikke tilstrækkeligt til at opveje tabene på investeringerne i europæiske og amerikanske banker i begyndelsen af året. Derudover har andelsklassens eksponering til cykliske aktier i USA bidraget negativt til den relative performance, ligeledes har aktieudvælgelsen i Europa bidraget negativt. Omvendt har investeringerne i den amerikanske risikopræmiestrategi har bidraget positivt. Sidstnævnte har i særdeleshed klaret sig godt efter valget i USA, som gav anledning til større stigninger i mange små og mellemstore amerikanske selskaber.

Andelsklassens profil

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

Landefordeling

USA	55,9%
Japan	8,4%
Storbritannien	5,7%
Schweiz	4,3%
Canada	3,5%
Øvrige inkl. likvide	22,2%

Nøgletal for risiko

Active share	41,95
--------------	-------

Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50. Andelsklassens omkostninger er tilpasset andelsklassens lavere aktivitetsniveau, således at andelsklassen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Andelsklassen ligger ved årets udgang neutralt allokeret på regioner. De største risici forventes at komme fra valget af segmenter i aktiemarkedet.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Ved årets udgang er andelsklassen fordelt med 31 pct. i indekserede amerikanske aktier, 16 pct. i en amerikansk risikopræmie strategi, 16 pct. i europæiske aktier, 24 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, og 6 pct. i øvrige aktier.

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

Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	2,52	13,40	9,63	8,06
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	÷2,35	10,32
Sharpe Ratio	-	-	-	-	0,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	102,52	116,26	127,46	137,74
Nettoresultat (t.DKK)*	-	7.360	87.543	116.022	194.460
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,48	1,49	0,99	0,99
ÅOP	-	1,99	1,93	1,22	1,13
Investorerers formue (t.DKK)	-	265.139	1.230.805	2.234.274	2.419.764
Antal andele	-	2.586.208	10.586.602	17.529.488	17.568.165
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	217.806	133.870
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	23.346	17.848
Klassens resultat	194.460	116.022
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorerers formue primo	2.234.274	1.230.805
Emissioner i året	1.193.817	1.061.109
Indløsninger i året	÷1.207.075	÷176.260
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.289	2.598
Overførsel af periodens resultat	194.460	116.022
Investorerers formue ultimo	2.419.764	2.234.274
Antal andele		
Andele primo året	17.529.488	10.586.602
Emissioner i året	9.695.728	8.273.306
Indløsninger i året	÷9.657.051	÷1.330.420
Andele ultimo året	17.568.165	17.529.488

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 investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

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

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

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

Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 EUR	1.1.-31.12.2015 1.000 EUR		31.12.2016 1.000 EUR	31.12.2015 1.000 EUR
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	136	77	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	25	5	Indestående i depotselskab	13.416	74.931
3 Udbytter	10.115	12.552	I alt likvide midler	13.416	74.931
I alt renter og udbytter	10.225	12.624	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	3.739	1.423
Kapitalandele	14.286	30.660	Not. aktier fra udl. selskaber	321.555	433.806
Afledte finansielle instr.	÷8.092	131	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	213	209
Valutakonti	÷293	5.170	Inv-beviser i andre udl.		
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷7	inv- og specialforeninger	1.468	21.744
5 Handelsomkostninger	÷654	÷1.056	I alt kapitalandele	326.975	457.182
I alt kursgevinster og -tab	5.245	34.899	Afl. finansielle instr.:		
I alt indtægter	15.470	47.523	Unot. afl. finansielle instr.	867	119
6 Administrationsomkostninger	5.902	8.053	I alt afledte finansielle instr.	867	119
Resultat før skat	9.569	39.470	Andre aktiver:		
7 Skat	1.100	1.174	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	266	471
Årets nettoresultat	8.469	38.296	Mellemvær. vedr. handelsafv.	432	0
Resultatdisponering			Aktuelle skatteaktiver	187	113
Overført til formuen	8.469	38.296	I alt andre aktiver	885	584
I alt disponeret	8.469	38.296	Aktiver i alt	342.143	532.816
			Passiver		
			8 Investorerers formue	341.803	531.560
			Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	80	973
			I alt afledte finansielle instr.	80	973
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	88	105
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	171	177
			I alt anden gæld	259	283
			Passiver i alt	342.143	532.816

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.EUR)*	-	-	44.505	38.296	8.469
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,59	1,05	0,55
Investorerers formue (t.EUR)	-	-	530.513	531.560	341.803

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 EUR	2016	2015
Indestående i depotselskab	137	77
Andre renteindtægter	÷1	0
I alt renteindtægter	136	77

Note 2: Renteudgifter i 1.000 EUR	2016	2015
Andre renteudgifter	25	5
I alt renteudgifter	25	5

Note 3: Udbytter i 1.000 EUR	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	84	77
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.028	12.467
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	3	8
I alt udbytter	10.115	12.552

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 EUR	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷84	2.048
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.583	25.033
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷18	114
Inv.-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷2.194	3.465
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷872	÷2.161
Renteafregninger	0	÷1.303
Aktiebaserede salgskontrakter	÷7.219	3.595
Valutakonti	÷293	5.170
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷7
Handelsomkostninger	÷654	÷1.056
I alt kursgevinster og -tab	5.245	34.899

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 EUR	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷654	÷1.056
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷654	÷1.056

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 EUR	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	0
Øvrige omkostninger	0	0	1	0
Managementhonorar	5.347	0	7.296	0
Fast administrationshonorar	554	0	757	0
I alt opdeltede adm.omk.	5.902	0	8.053	0
I alt adm.omkostninger		5.902		8.053

Note 7: Skat i 1.000 EUR	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.100	1.174
I alt skat	1.100	1.174

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 EUR	Antal andele	Formueværdi i 1.000 EUR
Investorers formue primo		531.560		530.513
Emissioner i året		72.916		121.045
Indløsninger i året		÷271.141		÷158.294
Overførsel af periodens resultat		8.469		38.296
I alt investorenes formue		341.803		531.560

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,6	86,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,3	÷0,1
I alt finansielle instrumenter	95,9	85,8
Øvrige aktiver og passiver	4,1	14,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	400	743

Underliggende eksponering ved valuta- terminsforsretninger i 1.000 EUR

Valuta	Eksponering 2016
EUR	7.290
JPY	÷6.503

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspan-

siv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 7,89 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 11,09 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

Det relative afkast udviklede sig negativt i første halvdel af året, men det blev stabiliseret i andet halvår. På regionsniveau trak overvægten i Europa og undervægten i emerging markeds ned i det relative afkast. På sektorniveau trak overvægten af bankaktier også ned. Omvendt bidrog specielt investeringerne inden for emerging markets positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2014

Risikoindeks (1-7): 6

Benchmark: MSCI AC World Index Net Total Return measured in EUR

Fondskode: DK0060518397

Porteføljeradgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

Landefordeling

USA	49,3%
Japan	7,1%
Storbritannien	4,8%
Frankrig	3,6%
Holland	2,9%
Øvrige inkl. likvide	32,3%

Nøgletal for risiko

Active share	53,28
--------------	-------

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkedene.

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

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

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

Vi foretrækker selskaber med stærke balancer. Hvis det af en eller grund kun er meget højt gearede selskaber, der klarer sig godt, vil andelsklassen formentlig klare sig dårligere end benchmark. Da vi overvægter Europa og undervægter USA, vil det trække ned i afkastet, hvis de amerikanske aktier klarer sig bedst.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Primo 2017 er andelsklassen forholdsvis neutralt investeret, dog med en overvægt i Europa og en undervægt i USA. Dette vil kunne ændre sig i løbet af året.

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

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	16,67	6,23	7,89
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	11,09
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	11,67	12,39	13,37
Nettoreultat (t.EUR)*	-	-	44.505	38.296	8.469
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,49	1,49	1,49
Investorers formue (t.EUR)	-	-	530.513	531.560	341.803
Antal andele	-	-	45.472.722	42.892.366	25.563.004
Stykstørrelse i DKK	-	-	10	10	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 EUR	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	14.371	46.349
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	5.902	8.053
Klassens resultat	8.469	38.296
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 EUR		
Investorers formue primo	531.560	530.513
Emissioner i året	72.916	121.045
Indløsninger i året	÷271.141	÷158.294
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	8.469	38.296
Investorers formue ultimo	341.803	531.560
Antal andele		
Andele primo året	42.892.366	45.472.722
Emissioner i året	5.837.984	9.644.597
Indløsninger i året	÷23.167.346	÷12.224.952
Andele ultimo året	25.563.004	42.892.366

Global Restricted KL

Investerer globalt i aktier. Investeringerne er underlagt særlige etiske restriktioner. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet

den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 7,37 pct., mens benchmark steg 10,32 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Vurdering af resultatet

Amerikanske aktier under ét var den region, der gav det højeste afkast i 2016. En overvægt i amerikanske aktier i første halvår 2016 på bekostning af europæiske aktier bidrog således positivt til det relative afkast. Dette var dog ikke tilstrækkeligt til at opveje tabene på investeringerne i europæiske og amerikanske banker i begyndelsen af året. Derudover har afdelingens eksponering til cykliske aktier i USA bidraget negativt til den relative performance, ligeledes har aktieudvælgelsen i Europa bidraget negativt. Omvendt har investeringerne i den amerikanske risikopræmiestrategi har bidraget positivt. Sidstnævnte har i særdeleshed klareret sig godt efter

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2010

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060229284

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	56,3%
Japan	8,6%
Schweiz	4,8%
Storbritannien	4,7%
Canada	3,4%
Øvrige inkl. likvide	22,2%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	12,29
Tracking error	3,27
Information Ratio	-0,50
Sharpe Ratio (benchm.)	1,05
Standardafvigelse (benchm.)	11,73
Active share	49,23

Global Restricted KL

valget i USA, som gav anledning til større stigninger i mange små og mellemstore amerikanske selskaber:

Afdelingens fokus på etiske investeringer trukket lidt ned i afkastet i 2016, idet bl.a. energirelaterede selskaber, som i væsentlig grad udelukkes, har givet bedre afkast end markedet.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Afdelingen ligger ved årets udgang neutralt allokeret på regioner. De største risici forventes at komme fra valget af segmenter i aktiemarkedet.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Ved årets udgang er afdelingen fordelt med 31 pct. i indekserede amerikanske aktier; 16 pct. i en amerikansk risiko-præmie strategi, 16 pct. i europæiske aktier, 24 pct. i globale aktier; 7 pct. i japanske aktier, og 6 pct. i øvrige aktier.

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

Global Restricted KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	16	8	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	63	39	Indestående i depotselskab	12.645	7.433
3 Udbytter	15.051	12.971	I alt likvide midler	12.645	7.433
I alt renter og udbytter	15.004	12.940	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	13.925	5.600
Kapitalandele	27.801	71.834	Not. aktier fra udl. selskaber	612.697	505.653
Valutakonti	1.972	3.721	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	385	244
Øvrige aktiver/passiver	÷48	47	I alt kapitalandele	627.008	511.497
5 Handelsomkostninger	÷562	÷995	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	29.162	74.606	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	570	463
I alt indtægter	44.165	87.546	Aktuelle skatteaktiver	568	1.190
6 Administrationsomkostninger	5.063	6.852	I alt andre aktiver	1.138	1.653
Resultat før skat	39.103	80.694	Aktiver i alt	640.791	520.583
7 Skat	1.436	1.158	Passiver		
Årets nettoresultat	37.667	79.536	9 Investorerens formue	640.679	520.551
Resultatdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	1.132	190.697	Skyldige omkostninger	112	32
Overført til udlodning næste år	136	133	I alt anden gæld	112	32
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	1.268	190.831	Passiver i alt	640.791	520.583
Overført til formuen	36.399	÷111.295			
I alt disponeret	37.667	79.536			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,63	15,42	15,51	11,56	7,37
Benchmarkafkast (pct.)	14,79	17,49	18,39	10,70	10,32
Sharpe Ratio	-	0,80	1,96	1,16	0,88
Indre værdi (DKK pr. andel)	119,51	134,94	155,88	169,52	113,24
Nettoresultat (t.DKK)	32.405	63.016	90.615	79.536	37.667
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	0,00	4,80	62,10	0,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,51	1,55	1,56	1,29	0,99
ÅOP	1,80	1,90	1,89	1,25	1,15
Omsætningshastighed (antal gange)	0,14	0,26	0,24	1,14	0,64
Investorerens formue (t.DKK)	431.343	551.777	668.207	520.551	640.679
Antal andele	3.609.153	4.088.983	4.286.792	3.070.812	5.657.516
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global Restricted KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	16	8
Andre renteindtægter	0	0
I alt renteindtægter	16	8

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	63	39
I alt renteudgifter	63	39

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	161	231
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.856	12.731
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	34	9
I alt udbytter	15.051	12.971

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷ 1.192	6.079
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	28.979	65.765
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	14	÷ 10
Valutakonti	1.972	3.721
Øvrige aktiver/passiver	÷ 48	47
Handelsomkostninger	÷ 562	÷ 995
I alt kursgevinster og -tab	29.162	74.606

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.108	÷ 1.325
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	545	329
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 562	÷ 995

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	4.347	0	6.076	0
Fast administrationshonorar	716	0	775	0
I alt opdelte adm.omk.	5.063	0	6.852	0
I alt adm.omkostninger		5.063		6.852

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.436	1.158
I alt skat	1.436	1.158

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	15.004	12.940
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 1.436	÷ 1.158
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	536	÷ 76
Kursgevinst til udlodning	÷ 7.321	182.315
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	1.142	3.410
Udlodning overført fra sidste år	133	185
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	8.058	197.616
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	5.063	6.852
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 1.728	67
I alt til rådighed for udlodning, netto	1.268	190.831

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	3.070.812	520.551	4.286.792	668.207
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 190.697		÷ 20.577
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷ 48.700		7.107
Emissioner i året	4.052.111	472.268	586.301	98.252
Indløsninger i året	÷ 1.465.407	÷ 150.926	÷ 1.802.281	÷ 312.732
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		516		758
Foreslået udlodning		1.132		190.697
Overførsel af periodens resultat		36.399		÷ 111.295
Overført til udlodning næste år		136		133
I alt investorenes formue	5.657.516	640.679	3.070.812	520.551

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	97,9	98,3
Øvrige aktiver og passiver	2,1	1,7
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	0	213

Global StockPicking Restricted – Accumulating KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier. Afdelingen afdækker valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet begrænset.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet

den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 13,08 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 12,31 pct. målt i EUR. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Valutasikringen mod NOK bidrog positivt til afdelingens afkast.

Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog mest. Modsat bidrog afdelingens betydelige investeringer indenfor finanssektoren positivt.

Aktiudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. De største positive bidrag til merafkastet

Afdelingens 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
Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	48,8%
Schweiz	8,6%
Storbritannien	5,3%
Irland	5,2%
Japan	5,0%
Øvrige inkl. likvide	27,1%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,23
Standardafvigelse	14,88
Tracking error	3,94
Information Ratio	0,36
Sharpe Ratio (benchm.)	0,14
Standardafvigelse (benchm.)	14,80
Active share	93,27

Global StockPicking Restricted – Accumulating KL

kan henføres til afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, den amerikanske storbank JPMorgan Chase & Co., det amerikanske energiselskab ConocoPhillips samt det amerikanske industriselskab Johnson Controls. Modsat var afdelingens investeringer i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk og den amerikanske juvelerforretning Signet Jewelers de største negative bidragsydere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, stabilt forbrug og finans. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og den generelle økonomiske vækst.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne finans, sundhed og stabilt forbrug, samt begrænsede investeringer i selskaber indenfor telekommunikation, energi og industri. Endvidere har vi fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

Global StockPicking Restricted – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	53	4	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	17	7	Indestående i depotselskab	9.413	15.755
3 Udbytter	9.963	7.524	I alt likvide midler	9.413	15.755
I alt renter og udbytter	9.999	7.522	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	14.996	10.470
Kapitalandele	31.293	30.634	Not. aktier fra udl. selskaber	439.468	341.291
Afledte finansielle instr.	13.220	÷47.838	I alt kapitalandele	454.464	351.761
Valutakonti	3.411	2.269	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	÷42	25	Unot. afl. finansielle instr.	4.507	812
5 Handelsomkostninger	÷341	÷362	I alt afledte finansielle instr.	4.507	812
I alt kursgevinster og -tab	47.541	÷15.271	Andre aktiver:		
I alt indtægter	57.539	÷7.749	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	148	199
6 Administrationsomkostninger	5.951	5.603	Aktuelle skatteaktiver	527	847
Resultat før skat	51.589	÷13.352	I alt andre aktiver	675	1.046
7 Skat	922	775	Aktiver i alt	469.060	369.375
Årets nettoresultat	50.667	÷14.127	Passiver		
Resultatdisponering			8 Investorers formue	452.546	345.626
Overført til formuen	50.667	÷14.127	Afledte finansielle instrumenter:		
I alt disponeret	50.667	÷14.127	Unot. afl. finansielle instr.	16.399	23.720
			I alt afledte finansielle instr.	16.399	23.720
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	115	29
			I alt anden gæld	115	29
			Passiver i alt	469.060	369.375

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)	22,89	7,61	1,05	÷2,55	13,08
Benchmarkafkast i EUR (pct.)	21,86	10,32	0,77	÷5,60	12,31
Sharpe Ratio i EUR	-	-	0,68	0,11	0,23
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,19	122,88	124,17	121,01	136,84
Nettoresultat (t.DKK)	58.492	21.295	2.293	÷14.127	50.667
Administrationsomkostninger (pct.)	1,56	1,56	1,56	1,55	1,55
ÅOP	1,73	1,75	1,74	1,73	1,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,25	0,33	0,33	0,42	0,30
Investorerers formue (t.DKK)	309.727	299.580	303.396	345.626	452.546
Antal andele	363.550	326.785	328.138	382.741	444.781
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global StockPicking Restricted – Accumulating KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	53	4
I alt renteindtægter	53	4

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	17	7
I alt renteudgifter	17	7

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	308	140
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.655	7.385
I alt udbytter	9.963	7.524

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷4.241	4.142
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	35.534	26.492
Terminsforretninger/futures m.m.	13.220	÷47.838
Valutakonti	3.411	2.269
Øvrige aktiver/passiver	÷42	25
Handelsomkostninger	÷341	÷362
I alt kursgevinster og -tab	47.541	÷15.271

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷433	÷445
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	91	84
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷341	÷362

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	1	0
Managementhonorar	5.375	0	5.060	0
Fast administrationshonorar	576	0	542	0
I alt opdelte adm.omk.	5.951	0	5.603	0
I alt adm.omkostninger		5.951		5.603

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	922	775
I alt skat	922	775

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	382.741	345.626	328.138	303.396
Emissioner i året	65.795	59.758	54.603	56.276
Indløsninger i året	÷3.755	÷3.604	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		99		81
Overførsel af periodens resultat		50.667		÷14.127
I alt investorernes formue	444.781	452.546	382.741	345.626

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,4	101,8
Øvrige finansielle instrumenter	÷2,6	÷6,6
I alt finansielle instrumenter	97,8	95,1
Øvrige aktiver og passiver	2,2	4,9
I alt	100,0	100,0

Underliggende eksponering ved valutaterminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
CAD	÷15.497
CHF	÷25.359
DKK	÷14.914
EUR	÷35.739
GBP	÷47.875
HKD	÷19.416
JPY	÷23.645
NOK	432.151
SEK	÷9.150
SGD	÷11.696
USD	÷240.721

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

Kommuner 4 KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

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

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

Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 2,75 pct., mens benchmarket steg 2,07 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Afdelingen var primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet samt en indsnævring af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer betød, at de højeste afkast blev opnået på afdelingens lange obligationer. Afdelingens bedste investering var beholdningen af 30-årige realkreditobligationer med 2½ pct. i kupon. Den gav 4,3 pct. i afkast. I den modsatte retning trak beholdningen af 2-årige statsobligationer, som gav et afkast på 0,1 pct.

Afdelingens profil

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

Varigheder

0-1 år	11,8%
1-3 år	49,0%
3-5 år	16,1%
5-10 år	23,0%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,62
Standardafvigelse	1,21
Tracking error	0,81
Information Ratio	-0,19
Sharpe Ratio (benchm.)	1,36
Standardafvigelse (benchm.)	1,55

Kommuner 4 KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

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

Kommuner 4 KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	16.934	17.944	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	43	89	Indestående i depotselskab	503	5.294
I alt renter og udbytter	16.891	17.855	I alt likvide midler	503	5.294
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	15.441	÷ 17.521	Not. obl. fra danske udstedere	1.055.473	1.044.125
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	1.055.473	1.044.125
I alt kursgevinster og -tab	15.441	÷ 17.521	Andre aktiver:		
I alt indtægter	32.332	335	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.618	4.760
5 Administrationsomkostninger	3.660	3.261	Mellemvær. vedr. handelsafv.	47.531	0
Resultat før skat	28.672	÷ 2.926	I alt andre aktiver	52.149	4.760
Skat	0	0	Aktiver i alt	1.108.125	1.054.179
Årets nettoresultat	28.672	÷ 2.926	Passiver		
Resultatdisponering			7 Investorers formue	1.108.063	1.049.368
Foreslået udlodning	9.846	20.733	Anden gæld:		
Udbetalt acontoudlodning	7.421	8.756	Skyldige omkostninger	62	34
Overført til udlodning næste år	390	462	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	4.777
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	17.658	29.951	I alt anden gæld	62	4.811
Overført til formuen	11.015	÷ 32.878	Passiver i alt	1.108.125	1.054.179
I alt disponeret	28.672	÷ 2.926			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	4,37	1,39	3,59	÷ 0,38	2,75
Benchmarkafkast (pct.)	2,92	÷ 0,59	4,39	÷ 0,04	2,07
Sharpe Ratio	2,45	2,14	2,63	1,12	1,62
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,88	103,62	104,80	101,23	101,29
Nettoresultat (t.DKK)	52.889	15.054	34.471	÷ 2.926	28.672
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	2,70	3,30	2,90	1,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,34	0,33	0,34	0,34	0,34
ÅOP	0,47	0,43	0,44	0,37	0,37
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,11	0,09	0,24	0,09
Investorers formue (t.DKK)	1.232.231	1.026.452	933.327	1.049.368	1.108.063
Antal andele	11.749.306	9.906.306	8.905.387	10.366.540	10.939.815
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Kommuner 4 KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	16.934	17.722
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	222
I alt renteindtægter	16.934	17.944

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	43	89
I alt renteudgifter	43	89

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	15.441	÷17.524
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	3
I alt kursgevinster og -tab	15.441	÷17.521

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	2.584	0	2.302	0
Fast administrationsonorar	1.076	0	959	0
I alt opdelte adm.omk.	3.660	0	3.261	0
I alt adm.omkostninger		3.660		3.261

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	16.891	17.855
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	89
Kursgevinst til udlodning	3.620	11.954
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	416	3.125
Udlodning overført fra sidste år	462	478
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	21.390	33.501
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.660	3.261
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷72	÷289
I alt til rådighed for udlodning, netto	17.658	29.951

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	10.366.540	1.049.368	8.905.387	933.327
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷20.733		÷20.482
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷356		288
Emissioner i året	1.201.905	122.229	2.545.694	258.071
Indløsninger i året	÷628.630	÷63.878	÷1.084.541	÷110.579
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		183		427
Foreslået udlodning		9.846		20.733
Overførsel af periodens resultat		11.015		÷32.878
Overført til udlodning næste år		390		462
I alt investorernes formue	10.939.815	1.108.063	10.366.540	1.049.368

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,3	99,5
I alt finansielle instrumenter	95,3	99,5
Øvrige aktiver og passiver	4,7	0,5
I alt	100,0	100,0

Kommuner Europæiske Obligationer KL

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

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

Risikoprofil

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

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

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.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år med store overraskelser og nye rekorder. Året lagde ud med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD og ikke mindst på

grund af kuppet i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde på de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da Den Europæiske Centralbank (ECB) samtidig i hele perioden via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Samtidig kørte merrenten på virksomhedsobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændene) ind med 0,11 procentpoint. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 3,76 pct., mens benchmark steg 3,56 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Vurdering af resultatet

De faldende renter i løbet af året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i de helt lange 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 2,5% eller derunder. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 6 og 12 pct. Indenfor virksomhedsobligationer var det sektorerne banker og forsyning, som opnåede de bedste afkast, og i modsatte ende var det forsikringsudstedelser. Valget af obligationer bidrog positivt til det samlede afkast.

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

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	10,5%
1-3 år	30,3%
3-5 år	22,7%
5-10 år	29,6%
Over 10 år	2,4%
Øvrige inkl. likvide	4,5%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,33
Standardafvigelse	2,13
Tracking error	0,66
Information Ratio	-0,65
Sharpe Ratio (benchm.)	1,46
Standardafvigelse (benchm.)	2,22

Kommuner Europæiske Obligationer KL

Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af virksomhedsobligationer set i forhold til benchmark. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav det bedste afkast. Hen over året var renterisikoen i afdelingen en anelse højere end benchmark. Dette var, sammen med overvægten af realkreditobligationer, hovedforklaringen på det højere afkast set i forhold til benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter vil kunne medføre en forventning om stigende renter, hvilket kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik, og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Virksomhedsobligationer er ved indgangen til 2017 undervægtet de obligationer som er en del af ECB's opkøbsprogram. På landeniveau er vi overvægtet nordiske obligationer og undervægt amerikanske obligationer. Sidstnævnte undervægt forventes at blive reduceret i starten af året. Der er ligeledes en mindre overvægt på banker samt på hybridudstedelser fra ikke-finansielle virksomheder.

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

Kommuner Europæiske Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Resultatopgørelse			Balance		
			Aktiver		
Renter og udbytter:			Likvide midler:		
1 Renteindtægter	2.307	2.815	Indestående i depotselskab	4.485	2.355
2 Renteudgifter	19	25	I alt likvide midler	4.485	2.355
I alt renter og udbytter	2.288	2.790	Obligationer:		
3 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	53.666	57.084
Obligationer	1.968	÷3.551	Not. obl. fra udl. udstedere	41.576	43.426
Afledte finansielle instr.	128	677	I alt obligationer	95.243	100.510
Valutakonti	÷6	62	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷3	÷25	Unot. afl. finansielle instr.	0	48
I alt kursgevinster og -tab	2.088	÷2.837	I alt afledte finansielle instr.	0	48
I alt indtægter	4.376	÷47	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	529	595	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	824	950
Resultat før skat	3.847	÷643	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.653	0
Skat	0	0	I alt andre aktiver	3.477	950
Årets nettoresultat	3.847	÷643	Aktiver i alt	103.205	103.863
Resultatdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	1.346	2.522	7 Investorerens formue	103.181	103.830
Udbetalt acontoudlodning	1.053	1.331	Afledte finansielle instrumenter:		
Overført til udlodning næste år	30	86	Unot. afl. finansielle instr.	15	27
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	2.428	3.939	I alt afledte finansielle instr.	15	27
Overført til formuen	1.419	÷4.581	Anden gæld:		
I alt disponeret	3.847	÷643	Skyldige omkostninger	9	6
			I alt anden gæld	9	6
			Passiver i alt	103.205	103.863

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	9,16	2,71	5,38	÷0,46	3,76
Benchmarkafkast (pct.)	7,68	0,32	7,08	÷0,61	3,56
Sharpe Ratio	2,14	1,95	3,02	1,15	1,33
Indre værdi (DKK pr. andel)	111,07	111,04	111,82	107,05	107,36
Nettoresultat (t.DKK)	12.850	2.867	5.601	÷643	3.847
Udbytte (DKK pr. andel)	3,25	5,10	4,60	3,80	2,50
Administrationsomkostninger (pct.)	0,51	0,51	0,52	0,51	0,51
ÅOP	0,72	0,66	0,66	0,59	0,57
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,19	0,22	0,26	0,41
Investorerens formue (t.DKK)	146.753	100.354	113.112	103.830	103.181
Antal andele	1.321.295	903.757	1.011.570	969.873	961.097
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Kommuner Europæiske Obligationer KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.008	1.337
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.297	1.478
Andre renteindtægter	2	0
I alt renteindtægter	2.307	2.815

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	19	25
I alt renteudgifter	19	25

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.278	÷1.946
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	690	÷1.605
Terminsfremtninger/futures m.m.	÷138	606
Rentefremtninger	267	70
Valutakonti	÷6	62
Handelsomkostninger	÷3	÷25
I alt kursgevinster og -tab	2.088	÷2.837

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷3	÷39
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	15
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷3	÷25

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	363	0	409	0
Fast administrationshonorar	166	0	187	0
I alt opdelte adm.omk.	529	0	595	0
I alt adm.omkostninger		529		595

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	2.288	2.790
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	25
Kursgevinst til udlodning	586	1.834
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷4	÷191
Udlodning overført fra sidste år	86	43
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	2.956	4.502
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	529	595
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	0	32
I alt til rådighed for udlodning, netto	2.428	3.939

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	969.873	103.830	1.011.570	113.112
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷2.522		÷3.136
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		21		÷291
Emissioner i året	4.224	451	188.303	20.880
Indløsninger i året	÷13.000	÷1.396	÷230.000	÷24.814
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4		52
Foreslået udlodning		1.346		2.522
Overførsel af periodens resultat		1.419		÷4.581
Overført til udlodning næste år		30		86
I alt investorernes formue	961.097	103.181	969.873	103.830

OOSupplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,3	96,8
I alt finansielle instrumenter	92,3	96,8
Øvrige aktiver og passiver	7,7	3,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Navn		
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	750

Underliggende eksponering ved valuta-terminsfremtninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	÷61.255
EUR	61.247

Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK	
Solgte rentefutures, underliggende eksponering	3.053
Købte rentefutures, underliggende eksponering	4.839

Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	59
I alt sikkerhed	59

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

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

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

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

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

Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 NOK	9.6.-31.12.2015 1.000 NOK		31.12.2016 1.000 NOK	31.12.2015 1.000 NOK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	18	9	Likvide midler:		
2 Udbytter	12.696	320	Indestående i depotselskab	4.129	1.773
I alt renter og udbytter	12.714	330	I alt likvide midler	4.129	1.773
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	37.682	÷288	Not. aktier fra udl. selskaber	352.272	153.205
Valutakonti	3	3	I alt kapitalandele	352.272	153.205
4 Handelsomkostninger	÷342	÷231	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	37.343	÷516	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	0	19
I alt indtægter	50.057	÷186	I alt andre aktiver	0	19
5 Administrationsomkostninger	2.408	315	Aktiver i alt	356.401	154.997
Resultat før skat	47.649	÷501	Passiver		
6 Skat	÷5	5	7 Investorers formue	353.875	153.955
Årets nettoresultat	47.654	÷506	Anden gæld:		
Resultatdisponering			Skyldige omkostninger	56	41
Overført til formuen	47.654	÷506	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.469	1.001
I alt disponeret	47.654	÷506	I alt anden gæld	2.526	1.041
			Passiver i alt	356.401	154.997

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	÷506	47.654
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,17	0,22
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	153.955	353.875

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	18	9
I alt renteindtægter	18	9

Note 2: Udbytter i 1.000 NOK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.696	320
I alt udbytter	12.696	320

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	37.682	÷288
Valutakonti	3	3
Handelsomkostninger	÷342	÷231
I alt kursgevinster og -tab	37.343	÷516

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷342	÷231
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷342	÷231

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	2.047	0	268	0
Fast administrationshonorar	361	0	47	0
I alt opdelte adm.omk.	2.408	0	315	0
I alt adm.omkostninger		2.408		315

Note 6: Skat i 1.000 NOK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷5	5
I alt skat	÷5	5

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorers formue primo		153.955		0
Emissioner i året		167.744		155.625
Indløsninger i året		÷15.846		÷1.453
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		368		289
Overførsel af periodens resultat		47.654		÷506
I alt investoreernes formue		353.875		153.955

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,5
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,5
I alt	100,0	100,0

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer i 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.

Markedet

Oslo Børs og en række andre markeder nåede et rekordniveau i 2016. Oslo Børs nåede sit højeste niveau den 29. december 2016. De fortsatte lave renter igennem året bidrog til den positive markedsudvikling. Olieprisstigningen i forbindelse med OPEC's møde i november, hvor der blev fremlagt planer om produktionsnedsættelser, havde også en positiv effekt på aktiemarkedet. Under forudsætning af stabilitet i den globale økonomi, at olieprisen ikke falder markant igen, og at renterne forbliver lave, forventer vi en positiv udvikling på aktiemarkedet igen i 2017.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 15,66 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 11,50 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassen opnåede et positivt merafkast for perioden og havde i 2016 en risikoprofil, som ikke oversteg gennemsnittet på Oslo Børs. De største positive bidragsydere til andelsklassens merafkastet i 2016 var Aker BP, Wilh. Wilhelmsen og Lerøy. Modas trak investeringer i selskaberne SalMar, Norwegian og Statoil trak mest ned i det relative afkast.

De største positive bidragsydere til andelsklassens merafkast var sektorerne energi og finans. Den mest negative sektor var Health Care.

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2015
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: Oslo Børs Fondindeks (OSEFX)
Fondskode: DK0060637643
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	23,9%
Energi	20,8%
Industri	14,5%
Konsumtvarer	14,4%
Telekommunikationsserv	8,4%
Øvrige inkl. likvide	18,0%

Nøgletal for risiko

Active share	34,91
--------------	-------

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

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

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

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

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

De primære risici for Oslo Børs vedrører efter vores vurdering følgende forhold: Udviklingen i olieprisen, stabilitet i den globale økonomi og samhandel og fortsat meget lave renter

Forventninger til markedet

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

Aktier på Oslo Børs er fortsat attraktivt prissat i sammenligning med alternative investeringer. Vi fastholder en høj eksponering mod olieaktier men fravælger investeringer i olieplatforme og olieforsyningsselskaber. Vores største samlede positioner er inden for banker og forsikring. Vi følger en strategi om at have en afbalanceret portefølje med fokus på robuste selskaber. Vi prøver så vidt muligt at undgå selskaber med ringe indtjeningsstabilitet og en dårlig finansiell stilling.

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

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatoppgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷2,46	15,66
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷4,34	11,50
Indre verdi (DKK pr. andel)	-	-	-	975,44	1.128,20
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	÷506	47.654
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,00	1,00
Investorers formue (t.NOK)	-	-	-	153.955	353.875
Antal andele	-	-	-	157.832	313.663
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	1.000	1.000

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	9.6.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	50.062	÷191
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.408	315
Klassens resultat	47.654	÷506
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 NOK		
Investorers formue primo	153.955	0
Emissioner i året	167.744	155.625
Indløsninger i året	÷15.846	÷1.453
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	368	289
Overførsel af periodens resultat	47.654	÷506
Investorers formue ultimo	353.875	153.955
Antal andele		
Andele primo året	157.832	0
Emissioner i året	171.699	159.282
Indløsninger i året	÷15.868	÷1.450
Andele ultimo året	313.663	157.832

Online Danske Obligationer Indeks KL

Investerer indeksbaseret i obligationer denomineret i danske kroner.

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligations-

opkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Renten på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 2,98 pct., mens benchmarket steg 3,31 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Vurdering af resultatet

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetaling

Introduceret: April 2009

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 5,0 years

Fondskode: DK0060175255

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	23,7%
1-3 år	23,6%
3-5 år	14,8%
5-10 år	29,2%
Over 10 år	8,6%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,21
Standardafvigelse	2,62
Tracking error	0,27
Information Ratio	-1,33
Sharpe Ratio (benchm.)	1,36
Standardafvigelse (benchm.)	2,58

Online Danske Obligationer Indeks KL

Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Online Danske Obligationer Indeks KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	344	346	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	0	1	Indestående i depotselskab	24	16
I alt renter og udbytter	344	345	I alt likvide midler	24	16
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	130	÷411	Not. obl. fra danske udstedere	14.844	14.805
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	14.844	14.805
I alt kursgevinster og -tab	130	÷411	Andre aktiver:		
I alt indtægter	474	÷66	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	65	66
5 Administrationsomkostninger	35	32	Mellemvær. vedr. handelsafv.	296	0
Resultat før skat	439	÷98	I alt andre aktiver	361	66
Skat	0	0	Aktiver i alt	15.229	14.887
Årets nettoresultat	439	÷98	Passiver		
Resultatdisponering			7 Investorers formue	14.936	14.886
Foreslået udlodning	351	423	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	10	8	Skyldige omkostninger	1	0
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	361	431	Mellemvær. vedr. handelsafv.	292	0
Overført til formuen	78	÷529	I alt anden gæld	292	0
I alt disponeret	439	÷98	Passiver i alt	15.229	14.887

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	3,58	÷1,97	7,69	÷0,83	2,98
Benchmarkafkast (pct.)	4,16	÷1,63	8,05	÷0,46	3,31
Sharpe Ratio	1,40	0,79	0,86	0,49	1,21
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,91	99,68	105,88	102,09	102,20
Nettoresultat (t.DKK)	456	÷256	947	÷98	439
Udbytte (DKK pr. andel)	7,25	1,40	3,00	2,90	2,40
Administrationsomkostninger (pct.)	0,35	0,35	0,25	0,23	0,23
ÅOP	0,42	0,38	0,28	0,26	0,26
Omsætningshastighed (antal gange)	1,18	1,01	1,18	1,34	1,03
Investorers formue (t.DKK)	13.183	12.963	13.039	14.886	14.936
Antal andele	121.047	130.047	123.156	145.807	146.144
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Online Danske Obligationer Indeks KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	344	344
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	2
I alt renteindtægter	344	346

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	0	1
I alt renteudgifter	0	1

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	130	÷411
I alt kursgevinster og -tab	130	÷411

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

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	18	0	17	0
Fast administrationshonorar	17	0	16	0
I alt opdelte adm.omk.	35	0	32	0
I alt adm.omkostninger		35		32

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	344	345
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	1
Kursgevinst til udlodning	44	64
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	0	56
Udlodning overført fra sidste år	8	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	396	466
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	35	32
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	0	÷2
I alt til rådighed for udlodning, netto	361	431

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	145.807	14.886	123.156	13.039
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷423		÷369
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		÷15
Emissioner i året	337	34	22.651	2.327
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		2
Foreslået udlodning		351		423
Overførsel af periodens resultat		78		÷529
Overført til udlodning næste år		10		8
I alt investorernes formue	146.144	14.936	145.807	14.886

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,5
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,5
I alt	100,0	100,0

Online Global Indeks KL

Investerer indeksbaseret i henhold til Morgan Stanleys World Index for globale aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en

udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump - overraskende i forhold til meningsmålingerne - vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets - Latinamerika og Østeuropa - oplevede en stabilisering og vending.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 10,17 pct., mens benchmark steg 10,32 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 2009

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060175339

Porteføljegrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	57,4%
Japan	8,7%
Storbritannien	5,9%
Schweiz	4,0%
Canada	3,8%
Øvrige inkl. likvide	20,2%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	11,60
Tracking error	0,54
Information Ratio	-1,03
Sharpe Ratio (benchm.)	1,06
Standardafvigelse (benchm.)	11,79
Active share	24,16

Online Global Indeks KL

Vurdering af resultatet

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

Online Global Indeks KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	2	5	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	2.280	1.816	329	156	
I alt renter og udbytter	2.279	1.812	I alt likvide midler	329	156
4 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	6.574	2.621	Not. aktier fra DK selskaber		
Valutakonti	9	15	574	597	
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0	Not. aktier fra udl. selskaber		
5 Handelsomkostninger	÷18	÷19	87.485	67.470	
I alt kursgevinster og -tab	6.564	2.617	Unot. kap.andele fra udl. selsk.		
			0	1	
I alt indtægter	8.843	4.429	I alt kapitalandele	88.059	68.068
6 Administrationsomkostninger			Andre aktiver:		
	235	197	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
			99	94	
			Aktuelle skatteaktiver		
			30	29	
			I alt andre aktiver	129	123
Resultat før skat	8.608	4.233	Aktiver i alt		
			88.517	68.347	
7 Skat			Passiver		
	227	165	9 Investorers formue		
Årets nettoresultat	8.381	4.068	88.512	68.344	
Resultatdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	2.576	3.119	Skyldige omkostninger		
Overført til udlodning næste år	32	31	5	3	
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	2.609	3.150	I alt anden gæld		
Overført til formuen	5.772	917	5	3	
I alt disponeret	8.381	4.068	Passiver i alt		
			88.517	68.347	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,75	21,74	19,19	9,27	10,17
Benchmarkafkast (pct.)	14,49	21,19	19,27	10,66	10,32
Sharpe Ratio	0,97	1,17	2,79	1,39	1,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	156,42	185,08	209,02	219,09	230,18
Nettoresultat (t.DKK)	3.289	5.637	6.345	4.068	8.381
Udbytte (DKK pr. andel)	4,75	9,80	10,00	10,00	6,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,38	0,38	0,33	0,32	0,32
ÅOP	0,46	0,46	0,41	0,40	0,39
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03
Investorers formue (t.DKK)	25.401	34.518	42.650	68.344	88.512
Antal andele	162.397	186.503	204.051	311.940	384.538
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Online Global Indeks KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

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

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	5
I alt renteudgifter	2	5

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	13	15
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.262	1.801
Øvrige udbytter	5	0
I alt udbytter	2.280	1.816

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷100	84
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.674	2.578
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	÷41
Valutakonti	9	15
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0
Handelsomkostninger	÷18	÷19
I alt kursgevinster og -tab	6.564	2.617

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷49	÷74
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	31	55
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷18	÷19

Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Danske Bank A/S	0	0
Danske Invest Management A/S	0	0

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	125	0	105	0
Fast administrationshonorar	110	0	92	0
I alt opdelte adm.omk.	235	0	197	0
I alt adm.omkostninger		235		197

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	227	165
I alt skat	227	165

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	2.279	1.812
Ikke refunderbar udbytteskat	÷227	÷165
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷3	4
Kursgevinst til udlodning	509	1.231
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	279	473
Udlodning overført fra sidste år	31	19
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	2.867	3.373
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	235	197
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷24	÷26
I alt til rådighed for udlodning, netto	2.609	3.150

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	311.940	68.344	204.051	42.650
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷3.119		÷2.041
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷291		÷642
Emissioner i året	77.598	16.194	107.889	24.295
Indløsninger i året	÷5.000	÷996	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		14
Foreslået udlodning		2.576		3.119
Overførsel af periodens resultat		5.772		917
Overført til udlodning næste år		32		31
I alt investorerens formue	384.538	88.512	311.940	68.344

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,6
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi	
Navn	2016	2015
Danske Bank	67	58

Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	234

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	313
I alt sikkerhed	0	313

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerne afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A
- PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class I

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

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

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

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	÷21	5	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	2	5	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	24.662	21.953	2.268	2.644	
I alt renter og udbytter	24.639	21.954	I alt likvide midler	2.268	2.644
4 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	44.976	52.088	Not. aktier fra DK selskaber		
Valutakonti	÷47	231	47.576	42.996	
Øvrige aktiver/passiver	÷6	÷5	Not. aktier fra udl. selskaber		
5 Handelsomkostninger	÷253	÷235	755.415	662.756	
I alt kursgevinster og -tab	44.670	52.079	Unot. kap.andele fra udl. selsk.		
I alt indtægter	69.309	74.033	183	221	
6 Administrationsomkostninger			Inv-beviser i andre udl.		
	3.856	3.770	inv- og specialforeninger		
Resultat før skat	65.453	70.263	I alt kapitalandele	888.670	783.212
7 Skat			Andre aktiver:		
	1.552	1.089	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
Årets nettoresultat	63.901	69.174	507	472	
Resultatdisponering			Andre tilgodehavender		
Overført til formuen	63.901	69.174	130	119	
I alt disponeret	63.901	69.174	Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			1.940	0	
			Aktuelle skatteaktiver		
			146	207	
			I alt andre aktiver	2.723	798
			Aktiver i alt	893.661	786.653
			Passiver		
			8 Investorers formue		
			892.867	786.014	
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger		
			794	639	
			I alt anden gæld	794	639
			Passiver i alt	893.661	786.653

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	45.514	81.824	69.174	63.901
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,02	0,03	0,04	0,10
Investorerers formue (t.DKK)	-	555.028	688.099	786.014	892.867

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	5	5
Andre renteindtægter	+26	0
I alt renteindtægter	+21	5

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	5
I alt renteudgifter	2	5

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	975	1.198
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	23.677	20.694
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	10	61
I alt udbytter	24.662	21.953

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	+4.782	10.603
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	39.296	45.762
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	+38	+35
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	11	119
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	10.489	+4.361
Valutakonti	+47	231
Øvrige aktiver/passiver	+6	+5
Handelsomkostninger	+253	+235
I alt kursgevinster og -tab	44.670	52.079

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+253	+235
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+253	+235

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	6	0
Markedsføringsomkostninger	2.679	0	2.615	0
Gebyrer til depotselskab	0	0	165	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	645	0	672	0
Øvrige omkostninger	214	0	0	0
Fast administrationshonorar	318	0	312	0
I alt opdelte adm.omk.	3.856	0	3.770	0
I alt adm.omkostninger		3.856		3.770

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.552	1.089
I alt skat	1.552	1.089

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		786.014		688.099
Emissioner i året		55.257		34.570
Indløsninger i året		+12.305		+5.829
Overførsel af periodens resultat		63.901		69.174
I alt investoreernes formue		892.867		786.014

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,6
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	5.110	4.009

PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspan-

siv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 12,76 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 13,44 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst

Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udviklingen i benchmark

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil for-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2013
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: 50% MSCI World, 20% SIX PRX, 20% VINXBCAP og 10% MSCI EM inkl nettoudbytter
Fondskode: DK0060476455
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Danske aktier	5,3%
Udenlandske akt.	94,4%
Øvrige inkl. likvide	0,3%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,06
Standardafvigelse	11,74
Tracking error	0,26
Information Ratio	-2,87
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	11,73
Active share	8,54

PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

valte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkedene.

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

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

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

PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	10,58	21,99	5,94	12,76
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	11,00	22,52	6,91	13,44
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	1,06
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	110,58	134,89	142,91	161,14
Nettoresultat (t.DKK)*	-	25.651	47.965	41.105	40.252
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,74	0,71	0,69	0,68
Investorerers formue (t.DKK)	-	319.595	418.806	488.653	571.857
Antal andele	-	3.428.553	3.949.614	4.196.182	4.573.364
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	43.133	43.912
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.881	2.807
Klassens resultat	40.252	41.105
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorerers formue primo	488.653	418.806
Emissioner i året	55.257	34.570
Indløsninger i året	÷12.305	÷5.829
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	40.252	41.105
Investorerers formue ultimo	571.857	488.653
Antal andele		
Andele primo året	4.196.182	3.949.614
Emissioner i året	483.651	294.924
Indløsninger i året	÷106.469	÷48.356
Andele ultimo året	4.573.364	4.196.182

PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

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

Risikoprofil

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

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

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Udviklingen på aktiemarkedene var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspan-

siv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 13,36 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 13,44 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst

Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udviklingen i benchmark

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem.

Andelsklassens profil

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	5,3%
Udenlandske akt.	94,4%
Øvrige inkl. likvide	0,3%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,10
Standardafvigelse	11,73
Tracking error	0,25
Information Ratio	-0,49
Sharpe Ratio (benchm.)	1,11
Standardafvigelse (benchm.)	11,73
Active share	8,54

PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

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

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

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

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

Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samt idigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017.

Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår: Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidig med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

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

PP Pension Aktieallok.fond – Acc Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	11,57	22,66	6,52	13,36
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	9,35	22,52	6,91	13,44
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	1,10
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	111,57	136,84	145,77	165,25
Nettoresultat (t.DKK)*	-	19.863	33.859	28.069	23.649
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,20	0,15	0,15	0,15
Investorers formue (t.DKK)	-	235.433	269.292	297.361	321.010
Antal andele	-	2.503.347	2.503.347	2.503.347	2.503.347
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	23.766	28.189
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	117	120
Klassens resultat	23.649	28.069
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	297.361	269.292
Emissioner i året	0	0
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	23.649	28.069
Investorers formue ultimo	321.010	297.361
Antal andele		
Andele primo året	2.503.347	2.503.347
Emissioner i året	0	0
Indløsninger i året	0	0
Andele ultimo året	2.503.347	2.503.347

US Dollar – Accumulating KL

Andelsklassen investerer i obligationer denomineret i USD og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Obligationerne skal mindst være ratet AA- Aa3 eller højere.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- US Dollar, klass SEK Y

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

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

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

US Dollar – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	14.9.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3	0	Likvide midler:		
I alt renter og udbytter	2	0	Indestående i depotselskab	876	596
Kursgevinster og -tab:			I alt likvide midler	876	596
Obligationer	879	474	Obligationer:		
Valutakonti	÷ 132	78	Not. obl. fra udl. udstedere	31.677	19.563
Øvrige aktiver/passiver	0	0	Unoterede obligationer	15.448	0
3 Handelsomkostninger	÷ 2	0	I alt obligationer	47.126	19.563
I alt kursgevinster og -tab	745	552			
I alt indtægter	747	552	Aktiver i alt	48.002	20.159
4 Administrationsomkostninger	144	18			
Resultat før skat	603	534	Passiver		
Skat	0	0	5 Investorers formue	47.662	20.142
Årets nettoresultat	603	534	Anden gæld:		
Resultatdisponering			Skyldige omkostninger	3	0
Overført til formuen	603	534	Mellemvær. vedr. handelsafv.	337	17
I alt disponeret	603	534	I alt anden gæld	340	16
			Passiver i alt	48.002	20.159

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	534	603
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,09	0,30
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	20.142	47.662

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

US Dollar – Accumulating KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	3	0
I alt renteindtægter	3	0

Note 2: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	427	474
Unoterede obligationer	452	0
Vælutakonti	÷132	78
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	÷2	0
I alt kursgevinster og -tab	745	552

Note 3: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷2	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2	0

Note 4: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	103	0	13	0
Fast administrationshonorar	41	0	5	0
I alt opdelte adm.omk.	144	0	18	0
I alt adm.omkostninger		144		18

Note 5: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		20.142		0
Emissioner i året		142.060		23.512
Indløsninger i året		÷115.273		÷3.912
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		129		8
Overførsel af periodens resultat		603		534
I alt investorenes formue		47.662		20.142

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	66,5	97,1
Øvrige finansielle instrumenter	32,4	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,9	97,1
Øvrige aktiver og passiver	1,1	2,9
I alt	100,0	100,0

US Dollar, klass SEK Y

Andelsklasse under US Dollar – Accumulating KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i obligationer denomineret i USD og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den korte amerikanske rente. Afdelingen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakursen mellem USD og SEK påvirker derfor afkastet.

Markedet

I starten af året handlede USD i et relativt snævert interval og faldt kun en smule mod SEK. Riksbanken betragtede denne svækkelse som en trussel mod den økonomiske vækst og bankens egne inflationsprognose, og den førte en meget lempelig pengepolitik. Opkøbet af statsobligationer blev forlænget som minimum frem til udgangen af første halvår 2017, og

Riksbanken vil tidligst i starten af 2018 overveje at forhøje renten. USD begyndte så småt at stige over for SEK, men den var fortsat yderst stabil frem til oktober, hvor sandsynligheden for en renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank (Fed) begyndte at stige. Styrkelsen af USD tog yderligere til efter det amerikanske præsidentvalg og Donald Trumps valgsejr. Forventningen om, at han vil gennemføre sine vækstfremmende planer skabte fortsat en god stemning på markedet.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,11 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 7,76 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har dermed ikke indfriet vores forventning om et afkast på niveau med udviklingen mellem USD og SEK.

Vurdering af resultatet

Det er andelsklassens formål ikke at følge benchmark og have så lidt eksponering mod renterisiko som muligt, og andelsklassens aktiver var således primært investeret i USD-denominerede kortsigtede instrumenter udstedt af den amerikanske regering. Investeringsporteføljen havde en renterisiko på mellem 0,25 og 0,45 i 2016. Andelsklassens afkast afhænger af udviklingen i valutakursen mellem USD og SEK.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Valutamarkedet vil igen i 2017 afhænge meget af centralbankerne. Markedet forventer flere renteforhøjelser fra Fed i 2017, og det stigende lønpres og højere inflation kan sammen med de endnu ukendte vækstfremmende indenlandske tiltag fortsat understøtte USD.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA forventer vi, at væksten fortsætter de positive takter gennem 2017. Den vil først og fremmest være drevet af

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2015

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: USD SEK

Fondskode: DK0060644938

Porteføljeradgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

Løbetidsfordeling

Korte obligationer 98,2%

Øvrige inkl. likvide 1,8%

US Dollar, klass SEK Y

Andelsklasse under US Dollar – Accumulating KL

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

Med de positive vækstudsigter i USA og forventede rentestigninger fra Fed forventer vi, at dollaren styrkes i 2017. Svenske kroner er lavt vurderet i historisk perspektiv, og vi forventer en mindre styrkelse af SEK, efterhånden som pengepolitikken langsomt strammes op i Sverige. Samlet set forventer en styrkelse af USD overfor SEK.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

US Dollar, klass SEK Y

Andelsklasse under US Dollar – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	1,93	7,11
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	1,77	7,76
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	101,93	109,17
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	534	603
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,37	0,35
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	20.142	47.662
Antal andele	-	-	-	242.515	562.601
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	14.9.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	747	552
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	144	18
Klassens resultat	603	534
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorerers formue primo	20.142	0
Emissioner i året	142.060	23.512
Indløsninger i året	÷ 115.273	÷ 3.912
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	129	8
Overførsel af periodens resultat	603	534
Investorerers formue ultimo	47.662	20.142
Antal andele		
Andele primo året	242.515	0
Emissioner i året	1.747.559	289.529
Indløsninger i året	÷ 1.427.472	÷ 47.014
Andele ultimo året	562.601	242.515

US High Yield Bonds KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Afdelingen investerer i high-yield virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. 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.

Markedet

High yield-obligationer gav et positivt afkast i 2016. Der var solide afkast på markedet for high yield-obligationer, som opvejede tabene i starten af året med imponerende afkast fra medio februar. Der herskede fortsat stor usikkerhed om de

økonomiske vækstudsigter for flere af de store udviklede lande og nye markeder. Amerikansk økonomi viste dog fortsat positiv, om end afdæmpet, vækst, som typisk er et gunstigt miljø for high yield-obligationer. Yderligere pengepolitiske lempelser i starten af året fra udenlandske centralbanker og generelt svagere vækst medførte desuden, at den amerikanske centralbank (Fed) anslog en lidt mere forsigtigt tone i forhold til at hæve renten. Derudover sås en stabilisering af råvarepriserne, og ikke mindst olieprisen, som førte til store stigninger på high-yield markedet i andet kvartal. De stigende råvarepriser gav gode resultater for udstedere inden for energi, metal og minedrift. Som følge af disse forhold klarede CCC-obligationer sig markant bedre end BB- og B-obligationer.

Investeringsforeninger inden for high yield-obligationer oplevede generelt indskud i 2016, mens omfanget af nyudstedelser af amerikanske high yield-obligationer faldt en smule i forhold til 2015. Størstedelen af nyudstedelserne i 2016 blev anvendt til refinansiering. Der var en stigning i antallet af konkurser i 2016, særligt i første halvår, og niveaulet lå hele året højere end i 2015. Ikke desto mindre var misligholdelsesraten i 2016 lav i historisk sammenhæng – med undtagelse af sektorerne energi, metal og minedrift. Hvis råvarepriserne ikke falder igen, forventer vi desuden en lavere misligholdelsesrate i 2017.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 12,94 pct., mens benchmark steg 13,16 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Varighedseffekten gav et moderat positivt bidrag til det relative afkast og undervægten af BB-obligationer bidrog til det relative afkast. Derudover bidrog CCC-obligationer til det relative afkast, og det samme gjorde obligationer udstedt af Foresight Energy på trods af de blev erklæret misligholdt, hvorefter der blev gennemført en succesfuld restrukturering.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2009
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged DKK
Fondskode: DK0060178275
Porteføljeargiver: DDJ Capital Management, LLC

Varigheder

0-1 år	9,0%
1-3 år	22,0%
3-5 år	46,5%
5-10 år	19,7%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	2,1%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	-0,01
Standardafvigelse	6,57
Tracking error	3,30
Information Ratio	-1,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	5,68

US High Yield Bonds KL

Overvægten inden for sektoren ikke-cyklisk forbrug udgjorde den største negative sektormæssige allokeringseffekt og trak ned i merafkastet. Denne negative effekt blev dog delvist opvejet af den positive effekt fra overvægten inden for den industrielle sektor samt undervægt af obligationer inden for cyklisk forbrug. Udvælgelsen af obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug og industri gav et højere afkast end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast. Derimod klarede obligationerne inden for energi sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

På udstederniveau kom de største positive bidrag til det relative afkast i 2016 fra metal og minedrift i form af selskaberne Foresight Energy og Century Aluminium samt fra gasdistributionsselskabet Sabine Pass Liquefaction, mens de største negative bidragsydere var kabel- og satellitselskabet Intelsat og to uafhængige energiselskaber Rex Energy og Breitburn Energy.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi vurderer, at de primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som der investeres i. Generelt investeres i obligationer; i de mere foranstillede dele af udstedernes kapitalstruktur og normalt har kortere varighed end benchmark. Når det er sagt, så fastholdes ved starten af året visse store overvægte og eller undervægte til udstedere, som kan give eksponering mod risikoen for dårlige resultater under bestemte markedsvilkår. I modsætning til benchmark investeres der f.eks. i CCC-obligationer. Ved starten af året er der desuden en overvægt inden for kapitalgoder og ikke-cyklisk forbrug samt undervægte inden for kommunikation og cyklisk forbrug.

Den seneste renteforhøjelse fra Fed i december 2016 samt en indikation fra Fed, om at de vil skride langsomt frem med renteforhøjelserne de næste mange kvartaler, indikerer at afdelingen med sin kortere varighed kan opnå gode relative afkast sammenlignet med benchmark. Afdelingen er dog fortsat sårbar over for faldende renter; hvor high yield-obligationer af høj kvalitet og med lang tid til udløb oftest klarer sig bedst. Som anført nedenfor medfører den politiske usikkerhed om Donald Trumps nye regering i USA yderligere potentielle risici for markedet generelt. Det er dog svært at kvantificere disse risici, og det kræver, at man konstant følger udviklingen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi foretrækker high yield-obligationer, som vi vurderer er skævt prissat i forhold til den risiko, de indebærer. Da markedet er steget til kursniveauer, der for mange obligationer ligger over kurs 100, er vi opmærksomme på, at der efterhånden er begrænsede muligheder for fremtidig afkast, og de negative risici er samtidig blevet mere udtalte.

Vi vurderer, at high yield-aktivklassen fortsat repræsenterer en attraktiv investeringsmulighed i lyset af den højere rente på aktivklassen og den lavere rentefølsomhed sammenlignet med øvrige aktivklasser på rentemarkedet. Vi forventer fortsat perioder med øget markedsudsving i 2017. Vi arbejder på at udnytte forskydninger på markedet, som er drevet af disse markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer udstedt af selskaber, der ifølge vores analyser grundlæggende er sunde selskaber med berettigede eksistensgrundlag.

Vi vurderer, at udsvingene på markedet for high yield-obligationer i de sidste mange kvartaler vil fortsætte på den korte til mellemlange bane, efterhånden som markedet vurderer effekten af den nye regering med Trump ved roret samt den politiske usikkerhed, sådan en begivenhed indebærer. Herunder muligheden for stigende vækst, inflation og renter i USA samt fortsat usikkerhed andre steder i verden, herunder især i Europa. Derudover kan råvaremarkedet i bedste fald beskrives som skrøbeligt, og enhver begivenhed, som skaber fornyet pres på råvarepriserne – eksempelvis hvis OPEC ophæver loftet over olieproduktionen, eller der opstår fornyet usikkerhed om væksten i Kina – vil kunne medføre yderligere udsving på high yield-markedet.

Efterhånden som markedet omstiller sig til højere renter, forventer vi, at der oftere vil opstå perioder med øgede markedsudsving i stil med det, der sås i december 2015, hvor Fed hævede renten for første gang siden 2006. Markedsudsving kan potentielt medføre tilbagesalg fra investeringsforeninger inden for high yield-obligationer, hvilket kan lægge yderligere pres på kurserne på disse obligationer. Vi forventer desuden, at det lavere antal markedsdeltagere på det sekundære marked fortsat vil dræne likviditeten og skabe øget usikkerhed på markedet, hvilket vil lægge yderligere pres på kurserne på high yield-obligationerne i perioder med store markedsudsving. Vi betragter store kursudsving som en mulighed for at identificere attraktive investeringer og potentielt købe op i eksisterende obligationer i beholdning samt investere i nye obligationer, når det er relevant. Med high yield-markedets øgede sensitivitet over for renteudsving og de kursstigninger, der allerede er set i 2016 forventer vi, at udviklingen i 2017 primært vil være styret af renteindtægter og i mindre grad af kursstigninger.

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

US High Yield Bonds KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	128.179	185.754	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	282	499	Indestående i depotselskab	78.612	105.088
I alt renter og udbytter	127.897	185.255	I alt likvide midler	78.612	105.088
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	198.288	÷117.977	Not. obl. fra udl. udstedere	1.717.926	2.171.788
Kapitalandele	250	11	Unoterede obligationer	96.564	40.963
Afledte finansielle instr.	÷151.087	÷290.179	I alt obligationer	1.814.490	2.212.751
Valutakonti	88.261	÷20.231	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	÷60	229	Unot. afl. finansielle instr.	278	57.146
4 Handelsomkostninger	÷178	÷144	I alt afledte finansielle instr.	278	57.146
I alt indtægter	263.372	÷243.036	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	27.011	34.626	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	32.701	41.245
Resultat før skat	236.361	÷277.662	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	4.521
Skat	0	0	I alt andre aktiver	32.701	45.766
Årets nettoresultat	236.361	÷277.662	Aktiver i alt	1.926.082	2.420.751
Resultatdisponering			Passiver		
Overført til udlodning næste år	÷151.519	÷260.640	7 Investorerens formue	1.885.041	2.420.582
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷151.519	÷260.640	Afledte finansielle instrumenter:		
Overført til formuen	387.880	÷17.022	Unot. afl. finansielle instr.	40.636	0
I alt disponeret	236.361	÷277.662	I alt afledte finansielle instr.	40.636	0
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	405	168
			I alt anden gæld	405	168
			Passiver i alt	1.926.082	2.420.751

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,61	4,14	÷1,70	÷10,04	12,94
Benchmarkafkast (pct.)	16,64	6,08	2,68	÷4,57	13,16
Sharpe Ratio	1,23	0,93	1,08	÷0,45	÷0,01
Indre værdi (DKK pr. andel)	12.466,26	11.966,90	10.733,33	9.655,26	10.904,89
Nettoresultat (t.DKK)	617.240	176.181	÷52.927	÷277.662	236.361
Udbytte (DKK pr. andel)	1.000,00	1.080,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,15	1,25	1,29	1,30	1,30
ÅOP	1,52	1,63	1,63	1,51	1,49
Omsætningshastighed (antal gange)	0,46	1,24	0,59	0,71	0,67
Investorerens formue (t.DKK)	4.356.546	3.544.392	3.028.335	2.420.582	1.885.041
Antal andele	349.467	296.183	282.143	250.701	172.862
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

US High Yield Bonds KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	101	6
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	124.615	181.906
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	29	0
Unoterede obligationer	3.357	2.928
Andre renteindtægter	77	914
I alt renteindtægter	128.179	185.754

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	282	499
I alt renteudgifter	282	499

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	190.866	+121.489
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	288	0
Unoterede obligationer	7.134	3.513
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	250	11
Terminsforsretninger/futures m.m.	+151.087	+290.179
Valutakonti	88.261	+20.231
Øvrige aktiver/passiver	+60	229
Handelsomkostninger	+178	+144
I alt kursgevinster og -tab	135.475	+428.291

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+236	+173
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	57	29
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+178	+144

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	255	0
Managementhonorar	24.102	0	30.655	0
Fast administrationshonorar	2.909	0	3.716	0
I alt opdelte adm.omk.	27.011	0	34.626	0
I alt adm.omkostninger		27.011		34.626

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	127.897	185.255
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	499
Kursgevinst til udlodning	+97.441	+319.176
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	78.665	31.794
Udlodning overført fra sidste år	+260.640	+159.012
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+151.519	+260.640
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	27.011	34.626
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	4.139	+133
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+174.391	+295.399
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+22.872	+34.759
I alt til rådighed for udlodning, netto	+151.519	+260.640

Note 7: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	250.701	2.420.582	282.143	3.028.335
Emissioner i året	7.177	75.319	16.469	180.653
Indløsninger i året	+85.016	+853.201	+47.911	+513.178
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		5.980		2.434
Overførsel af periodens resultat		387.880		+17.022
Overført til udlodning næste år		+151.519		+260.640
I alt investorenes formue	172.862	1.885.041	250.701	2.420.582

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	47,8	54,0
§144a - Nyemitterede	43,3	35,8
Øvrige finansielle instrumenter	3,0	4,1
I alt finansielle instrumenter	94,1	93,8
Øvrige aktiver og passiver	5,9	6,2
I alt	100,0	100,0

Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	1.786.068
USD	+1.827.821

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- US High Yield Bonds, klass SEK W h
- US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

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

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

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

US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	47.696	73.516	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	93	195	Indestående i depotselskab	13.248	38.831
I alt renter og udbytter	47.603	73.321	I alt likvide midler	13.248	38.831
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	80.628	÷24.551	Not. obl. fra udl. udstedere	635.942	774.376
Kapitalandele	100	0	Unoterede obligationer	41.143	19.244
Afledte finansielle instr.	÷57.883	÷117.754	I alt obligationer	677.085	793.620
Valutakonti	22.946	335	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	÷20	68	Unot. afl. finansielle instr.	281	3.849
4 Handelsomkostninger	÷174	÷146	I alt afledte finansielle instr.	281	3.849
I alt kursgevinster og -tab	45.596	÷142.049	Andre aktiver:		
I alt indtægter	93.199	÷68.728	Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	12.240	14.529
5 Administrationsomkostninger	10.113	14.053	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.899
Resultat før skat	83.087	÷82.782	I alt andre aktiver	12.240	16.428
Skat	0	0	Aktiver i alt	702.854	852.727
Årets nettoresultat	83.087	÷82.782	Passiver		
Resultatdisponering			6 Investorerens formue	697.463	844.779
Overført til formuen	83.087	÷82.782	Afledte finansielle instrumenter:		
I alt disponeret	83.087	÷82.782	Unot. afl. finansielle instr.	5.243	7.886
			I alt afledte finansielle instr.	5.243	7.886
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	149	62
			I alt anden gæld	149	62
			Passiver i alt	702.854	852.727

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal		2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	15.821	÷26.233	÷82.782	83.087
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,04	0,63	0,70	0,78
Investorerens formue (t.DKK)	-	638.417	1.121.203	844.779	697.463

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	44	1
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	46.216	71.927
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	11	0
Unoterede obligationer	1.411	1.589
Andre renteindtægter	14	0
I alt renteindtægter	47.696	73.516

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	93	195
I alt renteudgifter	93	195

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	77.461	÷28.757
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	106	0
Unoterede obligationer	3.061	4.205
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	100	0
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷57.883	÷117.754
Valutakonti	22.946	335
Øvrige aktiver/passiver	÷20	68
Handelsomkostninger	÷174	÷146
I alt kursgevinster og -tab	45.596	÷142.049

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷212	÷172
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	37	26
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷174	÷146

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	102	0
Managementhonorar	9.022	0	12.441	0
Fast administrationshonorar	1.091	0	1.511	0
I alt opdelte adm.omk.	10.113	0	14.053	0
I alt adm.omkostninger		10.113		14.053

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		844.779		1.121.203
Emissioner i året		15.977		31.691
Indløsninger i året		÷248.042		÷226.978
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.662		1.645
Overførsel af periodens resultat		83.087		÷82.782
I alt investorenes formue		697.463		844.779

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	49,5	60,2
§144a - Nyemitterede	41,7	31,5
Øvrige finansielle instrumenter	5,2	1,8
I alt finansielle instrumenter	96,4	93,5
Øvrige aktiver og passiver	3,6	6,5
I alt	100,0	100,0

Underliggende eksponering ved valutaterminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	675.715
USD	÷681.200

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

US High Yield Bonds, klass SEK Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i 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.

Markedet

High yield-obligationer gav et positivt afkast i 2016. Der var solide afkast på markedet for high yield-obligationer, som opvejede tabene i starten af året med imponerende afkast fra medio februar. Der herskede fortsat stor usikkerhed om de økonomiske vækstudsigter for flere af de store udviklede lande og nye markeder. Amerikansk økonomi viste dog fortsat positiv, om end afdæmpet, vækst, som typisk er et gunstigt miljø for high yield-obligationer. Yderligere pengepolitiske lempelser i starten af året fra udenlandske centralbanker og generelt svagere vækst medførte desuden, at den amerikanske cen-

tralbank (Fed) anslog en lidt mere forsigtigt tone i forhold til at hæve renten. Derudover sås en stabilisering af råvarepriserne, og ikke mindst olieprisen, som førte til store stigninger på high-yield markedet i andet kvartal. De stigende råvarepriser gav gode resultater for udstedere inden for energi, metal og minedrift. Som følge af disse forhold klarede CCC-obligationer sig markant bedre end BB- og B-obligationer.

Investeringsforeninger inden for high yield-obligationer oplevede generelt indskud i 2016, mens omfanget af nyudstedelser af amerikanske high yield-obligationer faldt en smule i forhold til 2015. Størstedelen af nyudstedelserne i 2016 blev anvendt til refinansiering. Der var en stigning i antallet af konkurser i 2016, særligt i første halvår, og niveauet lå hele året højere end i 2015. Ikke desto mindre var misligholdelsesraten i 2016 lav i historisk sammenhæng – med undtagelse af sektorerne energi, metal og minedrift. Hvis råvarepriserne ikke falder igen, forventer vi desuden en lavere misligholdelsesrate i 2017.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 12,88 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 12,89 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Varighedseffekten gav et moderat positivt bidrag til det relative afkast og undervægten af BB-obligationer bidrog til det relative afkast. Derudover bidrog CCC-obligationer til det relative afkast, og det samme gjorde obligationer udstedt af Foresight Energy på trods af de blev erklæret misligholdt, hvorefter der blev gennemført en succesfuld restrukturering.

Overvægten inden for sektoren ikke-cyklisk forbrug udgjorde den største negative sektormæssige allokerings effekt og trak ned i merafkastet. Denne negative effekt blev dog delvist opvejet af den positive effekt fra overvægten inden for den

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
Porteføljeadgiver: DDJ Capital Management, LLC

Varigheder

0-1 år	8,8%
1-3 år	24,0%
3-5 år	43,8%
5-10 år	19,3%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	3,3%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,18
Standardafvigelse	6,16
Tracking error	2,95
Information Ratio	-0,85
Sharpe Ratio (benchm.)	0,63
Standardafvigelse (benchm.)	5,66

US High Yield Bonds, klass SEK W h

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

industrielle sektor samt undervægt af obligationer inden for cyklisk forbrug. Udvælgelsen af obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug og industri gav et højere afkast end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast. Derimod klarede obligationerne inden for energi sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

På udstederniveau kom de største positive bidrag til det relative afkast i 2016 fra metal og minedrift i form af selskaberne Foresight Energy og Century Aluminium samt fra gasdistributionselskabet Sabine Pass Liquefaction, mens de største negative bidragsydere var kabel- og satellitselskabet Intelsat og to uafhængige energiselskaber Rex Energy og Breitburn Energy.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi vurderer, at de primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som der investeres i. Generelt investeres i obligationer; i de mere foranstillede dele af udstedernes kapitalstruktur og normalt har kortere varighed end benchmark. Når det er sagt, så fastholdes ved starten af året visse store overvægte og eller undervægte til udstedere, som kan give eksponering mod risikoen for dårlige resultater under bestemte markedsvilkår. I modsætning til benchmark investeres der f.eks. i CCC-obligationer. Ved starten af året er der desuden en overvægt inden for kapitalgoder og ikke-cyklisk forbrug samt undervægte inden for kommunikation og cyklisk forbrug.

Den seneste renteforhøjelse fra den Fed i december 2016 samt en indikation fra Fed, om at de vil skride langsomt frem med renteforhøjelserne de næste mange kvartaler, indikerer at andelsklassen med sin kortere varighed kan opnå gode relative afkast sammenlignet med benchmark. Andelsklassen er dog fortsat sårbar over for faldende renter, hvor high yield-obligationer af høj kvalitet og med lang tid til udløb oftest klarer sig bedst. Som anført nedenfor medfører den politiske usikkerhed om Donald Trumps nye regering i USA yderligere potentielle risici for markedet generelt. Det er dog svært at kvantificere disse risici, og det kræver, at man konstant følger udviklingen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi foretrækker high yield-obligationer, som vi vurderer er skævt prissat i forhold til den risiko, de indebærer. Da markedet er steget til kursniveauer, der for mange obligationer ligger over kurs 100, er vi opmærksomme på, at der efterhånden er begrænsede muligheder for fremtidige afkast, og de negative risici er samtidig blevet mere udtalte. Vi vurderer, at high yield-aktivklassen fortsat repræsenterer en attraktiv investeringsmulighed i lyset af den højere rente på aktivklas-

sen og den lavere rentefølsomhed sammenlignet med øvrige aktivklasser på rentemarkedet. Vi forventer fortsat perioder med øget markedsudsving i 2017. Vi arbejder på at udnytte forskydninger på markedet, som er drevet af disse markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer udstedt af selskaber, der ifølge vores analyser grundlæggende er sunde selskaber med berettigede eksistensgrundlag.

Vi vurderer, at udsvingene på markedet for high yield-obligationer i de sidste mange kvartaler vil fortsætte på den korte til mellemlange bane, efterhånden som markedet vurderer effekten af den nye regering med Trump ved roret samt den politiske usikkerhed, sådan en begivenhed indebærer. Herunder muligheden for stigende vækst, inflation og renter i USA samt fortsat usikkerhed andre steder i verden, herunder især i Europa. Derudover kan råvaremarkedet i bedste fald beskrives som skrøbeligt, og enhver begivenhed, som skaber fornyet pres på råvarepriserne – eksempelvis hvis OPEC ophæver loften over olieproduktionen, eller der opstår fornyet usikkerhed om væksten i Kina – vil kunne medføre yderligere udsving på high yield-markedet.

Efterhånden som markedet omstiller sig til højere renter, forventer vi, at der oftere vil opstå perioder med øgede markedsudsving i stil med det, der sås i december 2015, hvor Fed hævede renten for første gang siden 2006. Markedsudsving kan potentielt medføre tilbagesalg fra investeringsforeninger inden for high yield-obligationer, hvilket kan lægge yderligere pres på kurserne på disse obligationer. Vi forventer desuden, at det lavere antal markedsdeltagere på det sekundære marked fortsat vil dræne likviditeten og skabe øget usikkerhed på markedet, hvilket vil lægge yderligere pres på kurserne på high yield-obligationerne i perioder med store markedsudsving. Vi betragter store kursudsving som en mulighed for at identificere attraktive investeringer og potentielt købe op i eksisterende obligationer i beholdning samt investere i nye obligationer, når det er relevant. Med high yield-markedets øgede sensitivitet over for renteudsving og de kursstigninger, der allerede er set i 2016 forventer vi, at udviklingen i 2017 primært vil være styret af renteindtægter og i mindre grad af kursstigninger.

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

US High Yield Bonds, klass SEK Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	2,98	0,55	÷8,40	12,88
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	3,60	3,30	÷4,07	12,89
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	0,18
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	102,98	103,56	94,86	107,07
Nettoresultat (t.DKK)*	-	136	÷15.500	÷11.459	4.678
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,28	1,30	1,30	1,29
Investorers formue (t.DKK)	-	27.780	204.927	207.398	1.677
Antal andele	-	320.000	2.517.398	2.683.213	20.182
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	15.139	÷21.106
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsförretninger	÷8.865	12.459
Administrationsomkostninger	1.597	2.812
Klassens resultat	4.678	÷11.459
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	207.398	204.927
Emissioner i året	4.261	13.840
Indløsninger i året	÷216.052	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.392	89
Overførsel af periodens resultat	4.678	÷11.459
Investorers formue ultimo	1.677	207.398
Antal andele		
Andele primo året	2.683.213	2.517.398
Emissioner i året	57.292	165.815
Indløsninger i året	÷2.720.323	0
Andele ultimo året	20.182	2.683.213

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i 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.

Markedet

High yield-obligationer gav et positivt afkast i 2016. Der var solide afkast på markedet for high yield-obligationer, som opvejede tabene i starten af året med imponerende afkast fra medio februar. Der herskede fortsat stor usikkerhed om de økonomiske vækstudsigter for flere af de store udviklede lande og nye markeder. Amerikansk økonomi viste dog fortsat positiv, om end afdæmpet, vækst, som typisk er et gunstigt miljø for high yield-obligationer. Yderligere pengepolitiske lempelser i starten af året fra udenlandske centralbanker og generelt svagere vækst medførte desuden, at den amerikan-

ske centralbank (Fed) anslog en lidt mere forsigtigt tone i forhold til at hæve renten. Derudover sås en stabilisering af råvarepriserne, og ikke mindst olieprisen, som førte til store stigninger på high-yield markedet i andet kvartal. De stigende råvarepriser gav gode resultater for udstedere inden for energi, metal og minedrift. Som følge af disse forhold klarede CCC-obligationer sig markant bedre end BB- og B-obligationer.

Investeringsforeninger inden for high yield-obligationer oplevede generelt indskud i 2016, mens omfanget af nyudstedelser af amerikanske high yield-obligationer faldt en smule i forhold til 2015. Størstedelen af nyudstedelserne i 2016 blev anvendt til refinansiering. Der var en stigning i antallet af konkurser i 2016, særligt i første halvår, og niveauet lå hele året højere end i 2015. Ikke desto mindre var misligholdelsesraten i 2016 lav i historisk sammenhæng – med undtagelse af sektorerne energi, metal og minedrift. Hvis råvarepriserne ikke falder igen, forventer vi desuden en lavere misligholdelsesrate i 2017.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 12,80 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 13,22 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Varighedseffekten gav et moderat positivt bidrag til det relative afkast og undervægten af BB-obligationer bidrog til det relative afkast. Derudover bidrog CCC-obligationer til det relative afkast, og det samme gjorde obligationer udstedt af Foresight Energy på trods af de blev erklæret misligholdt, hvorefter der blev gennemført en succesfuld restrukturering.

Overvægten inden for sektoren ikke-cyklisk forbrug udgjorde den største negative sektormæssige allokerings effekt og trak ned i merafkastet. Denne negative effekt blev dog delvist

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	9,0%
1-3 år	24,5%
3-5 år	44,8%
5-10 år	19,7%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	1,2%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,17
Standardafvigelse	6,12
Tracking error	2,91
Information Ratio	-0,90
Sharpe Ratio (benchm.)	0,64
Standardafvigelse (benchm.)	5,67

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

opvejet af den positive effekt fra overvægten inden for den industrielle sektor samt undervægt af obligationer inden for cyklisk forbrug. Udvælgelsen af obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug og industri gav et højere afkast end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast. Derimod klarede obligationerne inden for energi sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

På udstederniveau kom de største positive bidrag til det relative afkast i 2016 fra metal og minedrift i form af selskaberne Foresight Energy og Century Aluminium samt fra gasdistributionselskabet Sabine Pass Liquefaction, mens de største negative bidragsydere var kabel- og satellitselskabet Intelsat og to uafhængige energiselskaber Rex Energy og Breitburn Energy.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi vurderer, at de primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som der investeres i. Generelt investeres i obligationer, i de mere foranstillede dele af udstedernes kapitalstruktur og normalt har kortere varighed end benchmark. Når det er sagt, så fastholdes ved starten af året visse store overvægte og eller undervægte til udstedere, som kan give eksponering mod risikoen for dårlige resultater under bestemte markedsvilkår: I modsætning til benchmark investeres der f.eks. i CCC-obligationer. Ved starten af året er der desuden en overvægt inden for kapitalgoder og ikke-cyklisk forbrug samt undervægte inden for kommunikation og cyklisk forbrug.

Den seneste renteforhøjelse fra den Fed i december 2016 samt en indikation fra Fed, om at de vil skride langsomt frem med renteforhøjelserne de næste mange kvartaler, indikerer at andelsklassen med sin kortere varighed kan opnå gode relative afkast sammenlignet med benchmark. Andelsklassen er dog fortsat sårbar over for faldende renter, hvor high yield-obligationer af høj kvalitet og med lang tid til udløb oftest klarer sig bedst. Som anført nedenfor medfører den politiske usikkerhed om Donald Trumps nye regering i USA yderligere potentielle risici for markedet generelt. Det er dog svært at kvantificere disse risici, og det kræver, at man konstant følger udviklingen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi foretrækker high yield-obligationer, som vi vurderer er skævt prissat i forhold til den risiko, de indebærer. Da markedet er steget til kursniveauer, der for mange obligationer ligger over kurs 100, er vi opmærksomme på, at der efterhånden er begrænsede muligheder for fremtidige afkast, og de negative risici er samtidig blevet mere udtalte. Vi vurderer, at high yield-aktivklassen fortsat repræsenterer en attraktiv

investeringsmulighed i lyset af den højere rente på aktivklassen og den lavere rentefølsomhed sammenlignet med øvrige aktivklasser på rentemarkedet. Vi forventer fortsat perioder med øget markedsudsving i 2017. Vi arbejder på at udnytte forskydninger på markedet, som er drevet af disse markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer udstedt af selskaber, der ifølge vores analyser grundlæggende er sunde selskaber med berettigede eksistensgrundlag.

Vi vurderer, at udsvingene på markedet for high yield-obligationer i de sidste mange kvartaler vil fortsætte på den korte til mellemlange bane, efterhånden som markedet vurderer effekten af den nye regering med Trump ved roret samt den politiske usikkerhed, sådan en begivenhed indebærer. Herunder muligheden for stigende vækst, inflation og renter i USA samt fortsat usikkerhed andre steder i verden, herunder især i Europa. Derudover kan råvaremarkedet i bedste fald beskrives som skrøbeligt, og enhver begivenhed, som skaber fornyet pres på råvarepriserne – eksempelvis hvis OPEC ophæver loftet over olieproduktionen, eller der opstår fornyet usikkerhed om væksten i Kina -vil kunne medføre yderligere udsving på high yield-markedet.

Efterhånden som markedet omstiller sig til højere renter, forventer vi, at der oftere vil opstå perioder med øgede markedsudsving i stil med det, der sås i december 2015, hvor Fed hævede renten for første gang siden 2006. Markedsudsving kan potentielt medføre tilbagesalg fra investeringsforinger inden for high yield-obligationer, hvilket kan lægge yderligere pres på kurserne på disse obligationer. Vi forventer desuden, at det lavere antal markedsdeltagere på det sekundære marked fortsat vil dræne likviditeten og skabe øget usikkerhed på markedet, hvilket vil lægge yderligere pres på kurserne på high yield-obligationerne i perioder med store markedsudsving. Vi betragter store kursudsving som en mulighed for at identificere attraktive investeringer og potentielt købe op i eksisterende obligationer i beholdning samt investere i nye obligationer, når det er relevant. Med high yield-markedets øgede sensitivitet over for renteudsving og de kursstigninger, der allerede er set i 2016 forventer vi, at udviklingen i 2017 primært vil være styret af renteindtægter og i mindre grad af kursstigninger.

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

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	2,73	÷0,07	÷8,20	12,80
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	3,34	2,86	÷4,06	13,22
Sharpe Ratio i EUR	-	-	-	-	0,17
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	10,27	10,27	9,42	10,63
Nettoreultat (t.DKK)*	-	1,037	÷5,478	÷12,670	4,487
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,28	1,30	1,30	1,29
Investorers formue (t.DKK)	-	38.321	257.302	36.926	39.521
Antal andele	-	500.000	3.365.759	525.025	500.000
Stykstørrelse i DKK	-	10	10	10	10

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	5,087	÷11,951
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminsforsætninger	÷106	1,881
Administrationsomkostninger	494	2,601
Klassens resultat	4,487	÷12,670
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	36,926	257,302
Emissioner i året	0	2,924
Indløsninger i året	÷1,903	÷211,997
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	12	1,367
Overførsel af periodens resultat	4,487	÷12,670
Investorers formue ultimo	39,521	36,926
Antal andele		
Andele primo året	525,025	3,365,759
Emissioner i året	0	38,891
Indløsninger i året	÷25,025	÷2,879,625
Andele ultimo året	500,000	525,025

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

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

Risikoprofil

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

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

Andelsklassen investerer i 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 renteudviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

Markedet

High yield-obligationer gav et positivt afkast i 2016. Der var solide afkast på markedet for high yield-obligationer, som opvejede tabene i starten af året med imponerende afkast fra medio februar. Der herskede fortsat stor usikkerhed om de økonomiske vækstudsigter for flere af de store udviklede lande og nye markeder. Amerikansk økonomi viste dog fortsat positiv, om end afdæmpet, vækst, som typisk er et gunstigt miljø for high yield-obligationer. Yderligere pengepolitiske

lempelser i starten af året fra udenlandske centralbanker og generelt svagere vækst medførte desuden, at den amerikanske centralbank (Fed) anslog en lidt mere forsigtigt tone i forhold til at hæve renten. Derudover sås en stabilisering af råvarepriserne, og ikke mindst olieprisen, som førte til store stigninger på high-yield markedet i andet kvartal. De stigende råvarepriser gav gode resultater for udstedere inden for energi, metal og minedrift. Som følge af disse forhold klarede CCC-obligationer sig markant bedre end BB- og B-obligationer.

Investeringsforeninger inden for high yield-obligationer oplevede generelt indskud i 2016, mens omfanget af nyudstedelser af amerikanske high yield-obligationer faldt en smule i forhold til 2015. Størstedelen af nyudstedelserne i 2016 blev anvendt til refinansiering. Der var en stigning i antallet af konkurser i 2016, særligt i første halvår, og niveauet lå hele året højere end i 2015. Ikke desto mindre var misligholdelsesraten i 2016 lav i historisk sammenhæng – med undtagelse af sektorerne energi, metal og minedrift. Hvis råvarepriserne ikke falder igen, forventer vi desuden en lavere misligholdelsesrate i 2017.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 12,70 pct., mens benchmark steg 13,16 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteudvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Vurdering af resultatet

Variationseffekten gav et moderat positivt bidrag til det relative afkast og undervægten af BB-obligationer bidrog til det relative afkast. Derudover bidrog CCC-obligationer til det relative afkast, og det samme gjorde obligationer udstedt af Foresight Energy på trods af de blev erklæret misligholdt, hvorefter der blev gennemført en succesfuld restrukturering.

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

Variationer

0-1 år	9,0%
1-3 år	24,5%
3-5 år	44,7%
5-10 år	19,7%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,15
Standardafvigelse	6,12
Tracking error	2,91
Information Ratio	-0,89
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	5,68

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Overvægten inden for sektoren ikke-cyklisk forbrug udgjorde den største negative sektormæssige allokeringseffekt og trak ned i merafkastet. Denne negative effekt blev dog delvist opvejet af den positive effekt fra overvægten inden for den industrielle sektor samt undervægt af obligationer inden for cyklisk forbrug. Udvælgelsen af obligationer inden for ikke-cyklisk forbrug og industri gav et højere afkast end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast. Derimod klarede obligationerne inden for energi sig dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

På udstederniveau kom de største positive bidrag til det relative afkast i 2016 fra metal og minedrift i form af selskaberne Foresight Energy og Century Aluminium samt fra gasdistributionsselskabet Sabine Pass Liquefaction, mens de største negative bidragsydere var kabel- og satellitselskabet Intelsat og to uafhængige energiselskaber Rex Energy og Breitburn Energy.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi vurderer, at de primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som der investeres i. Generelt investeres i obligationer; i de mere foranstillede dele af udstedernes kapitalstruktur og normalt har kortere varighed end benchmark. Når det er sagt, så fastholdes ved starten af året visse store overvægte og eller undervægte til udstedere, som kan give eksponering mod risikoen for dårlige resultater under bestemte markedsvilkår. I modsætning til benchmark investeres der f.eks. i CCC-obligationer. Ved starten af året er der desuden en overvægt inden for kapitalgoder og ikke-cyklisk forbrug samt undervægte inden for kommunikation og cyklisk forbrug.

Den seneste renteforhøjelse fra den Fed i december 2016 samt en indikation fra Fed, om at de vil skride langsomt frem med renteforhøjelserne de næste mange kvartaler, indikerer at andelsklassen med sin kortere varighed kan opnå gode relative afkast sammenlignet med benchmark. Andelsklassen er dog fortsat sårbar over for faldende renter; hvor high yield-obligationer af høj kvalitet og med lang tid til udløb oftest klarer sig bedst. Som anført nedenfor medfører den politiske usikkerhed om Donald Trumps nye regering i USA yderligere potentielle risici for markedet generelt. Det er dog svært at kvantificere disse risici, og det kræver, at man konstant følger udviklingen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi foretrækker high yield-obligationer, som vi vurderer er skævt prissat i forhold til den risiko, de indebærer. Da markedet er steget til kursniveauer, der for mange obligationer ligger over kurs 100, er vi opmærksomme på, at der efterhånden er begrænsede muligheder for fremtidige afkast, og de negative risici er samtidig blevet mere udtalte. Vi vurderer,

at high yield-aktivklassen fortsat repræsenterer en attraktiv investeringsmulighed i lyset af den højere rente på aktivklassen og den lavere rentefølsomhed sammenlignet med øvrige aktivklasser på rentemarkedet. Vi forventer fortsat perioder med øget markedsudsving i 2017. Vi arbejder på at udnytte forskydninger på markedet, som er drevet af disse markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer udstedt af selskaber, der ifølge vores analyser grundlæggende er sunde selskaber med berettigede eksistensgrundlag.

Vi vurderer, at udsvingene på markedet for high yield-obligationer i de sidste mange kvartaler vil fortsætte på den korte til mellemlange bane, efterhånden som markedet vurderer effekten af den nye regering med Trump ved roret samt den politiske usikkerhed, sådan en begivenhed indebærer. Herunder muligheden for stigende vækst, inflation og renter i USA samt fortsat usikkerhed andre steder i verden, herunder især i Europa. Derudover kan råvaremarkedet i bedste fald beskrives som skrøbeligt, og enhver begivenhed, som skaber fornyet pres på råvarepriserne – eksempelvis hvis OPEC ophæver loftet over olieproduktionen, eller der opstår fornyet usikkerhed om væksten i Kina – vil kunne medføre yderligere udsving på high yield-markedet.

Efterhånden som markedet omstiller sig til højere renter, forventer vi, at der oftere vil opstå perioder med øgede markedsudsving i stil med det, der sås i december 2015, hvor Fed hævede renten for første gang siden 2006. Markedsudsving kan potentielt medføre tilbagesalg fra investeringsforeninger inden for high yield-obligationer; hvilket kan lægge yderligere pres på kurserne på disse obligationer. Vi forventer desuden, at det lavere antal markedsdeltagere på det sekundære marked fortsat vil dræne likviditeten og skabe øget usikkerhed på markedet, hvilket vil lægge yderligere pres på kurserne på high yield-obligationerne i perioder med store markedsudsving. Vi betragter store kursudsving som en mulighed for at identificere attraktive investeringer og potentielt købe op i eksisterende obligationer i beholdning samt investere i nye obligationer; når det er relevant. Med high yield-markedets øgede sensitivitet over for renteudsving og de kursstigninger, der allerede er set i 2016 forventer vi, at udviklingen i 2017 primært vil være styret af renteindtægter og i mindre grad af kursstigninger.

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

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	2,65	÷0,23	÷8,61	12,70
Benchmarkafkast (pct.)*	-	3,26	2,68	÷4,57	13,16
Sharpe Ratio	-	-	-	-	0,15
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	102,65	102,42	93,59	105,48
Nettoresultat (t.DKK)*	-	14,648	÷5,256	÷58,652	73,922
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,28	1,29	1,31	1,30
ÅOP	-	1,61	1,63	1,51	1,51
Investorers formue (t.DKK)	-	572.316	658.974	600.456	656.264
Antal andele	-	5.575.150	6.434.244	6.415.498	6.221.618
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	81.944	÷50.012
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	8.022	8.640
Klassens resultat	73.922	÷58.652
FINANSIELLE POSTER I PCT.	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
INVESTORERNES FORMUE	2016	2015
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	600.456	658.974
Emissioner i året	11.716	14.926
Indløsninger i året	÷30.087	÷14.981
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	258	189
Overførsel af periodens resultat	73.922	÷58.652
Investorers formue ultimo	656.264	600.456
Antal andele		
Andele primo året	6.415.498	6.434.244
Emissioner i året	117.984	141.053
Indløsninger i året	÷311.864	÷159.799
Andele ultimo året	6.221.618	6.415.498

USA KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på børser markedspladser i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Der var stigninger i 9 ud af 11 sektorer i benchmark. Det største bidrag i benchmark kom fra energi, efterfulgt af telekommunikation og finans. Fast ejendom, som blev udskilt af finans pr. 31. august 2016, var sammen med sundhedspleje de eneste to sektorer i indekset, der gav et negativt afkast i perioden. Den traditionelt defensi-ve konsumentvaresektor

haltede ligeledes efter de øvrige sektorer. I 2016 klarede value-aktierne sig bedre end vækstaktierne. Dette står i kontrast til tendensen fra de senere år og var positivt for afdelingens strategi, som går ud på at identificere undervurderede markedsledere. Markedsvolatiliteten var i 2016 drevet af makroøkonomiske forhold såsom geopolitisk usikkerhed, fortsat lave oliepriser, centralbankernes kvantitative lempelser og nul- eller negative renter samt disse faktorerens samlede indvirkning på den økonomiske vækst.

I starten af året reducerede investorerne deres risikoeksponering, idet de undgik de mere cykliske sektorer. I takt med at optimismen steg, oplevede de mere risikobetonede aktier kursstigninger, hvorefter der fulgte et fald i de mere rentefølsomme og defensive aktier. Juni månedens Brexit-afstemning udløste først panik og der-næst fornyet optimisme med hensyn til det amerikanske marked. Trumps lige så overraskende valgsejr i november udløste kraftige kursstigninger på aktiemarkedet, hvor de finansielle aktier førte an, mens IT-aktierne lå i den anden ende af tabellen.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 16,65 pct., mens benchmark steg 13,80 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og stærke forventninger til den nyvalgte præsident.

Vurdering af resultatet

Afdelingen er sammensat af to strategier: Dels en indeksbaseret strategi som ved udgangen af året udgør 27 pct. af afdelingens formue. Derudover består afdelingen 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. Afkastet for denne del af porteføljen var i perioden markant bedre end markedet. Der var i begyndelsen af året investeret i en strategi bestående af banker, som blev lukket ned med tab, og i løbet af foråret var der investeret i en strategi med cykliske aktier som blev lukket ned med neutralt resultat.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2009
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060186294
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Informationsteknologi	19,6%
Finans	15,3%
Forbrugsgoder	13,3%
Sundhedspleje	11,3%
Industri	11,0%
Øvrige inkl. likvide	29,5%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,23
Standardafvigelse	12,15
Tracking error	2,70
Information Ratio	-0,63
Sharpe Ratio (benchm.)	1,36
Standardafvigelse (benchm.)	12,14
Active share	49,26

USA KL

Sammensætningen af afdelingen af 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 strategiernes karakteristika samlet set giver en afbalanceret risikoprofil for afdelingen.

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

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den væsentligste begivenhed i 2016 var, at udsigterne for erhvervslivet blev forbedret med det overraskende resultat af det amerikanske præsidentvalg. Investorerne forventer mindre bureaukrati, lavere skatter og et generelt forbedret erhvervs-klima, som dog i nogen grad opvejes af bekymringer om protektionisme. Med valg-resultatet er fulgt usikkerhed om, hvilken politik Trump vil føre, og hvor meget renterne vil stige. Samlet set er udsigterne for den amerikanske økonomi forbedret som følge af valgresultatet.

Afdelingen har en eksponering mod mindre selskaber og selskaber, som forventes at have større kursud-sving end markedet som helhed.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer for 2017 moderat positive aktiemarkeder understøttet af en stabil økonomisk vækst, fortsat lave, men stigende obligationsrenter og en pæn indtjeningsudvikling. Vores forventninger er baseret på en stabil økonomisk udvikling i såvel amerikansk som europæisk økonomi. Udsigten til skattelettelse for de amerikanske virksomheder vil også kunne bidrage til at forbedre indtjeningen. Det er dog nogen usikkerhed forbundet med den økonomiske politik og en generel geopolitisk usikkerhed vil kunne resultere i stignende 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 dividende udbetalinger.

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

USA KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	96	2	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	115	81	Indestående i depotselskab	30.049	16.136
3 Udbytter	136.362	114.206	I alt likvide midler	30.049	16.136
I alt renter og udbytter	136.343	114.127	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	5.570.975	4.465.570
Kapitalandele	731.198	159.581	Unot. køb.andele fra udl. selsk.	10.046	17.625
Valutakonti	9.389	26.426	I alt kapitalandele	5.581.021	4.483.195
Øvrige aktiver/passiver	÷34	÷34	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷1.603	÷2.333	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.610	5.352
I alt kursgevinster og -tab	738.949	183.641	Aktuelle skatteaktiver	526	436
I alt indtægter	875.292	297.768	I alt andre aktiver	8.136	5.788
6 Administrationsomkostninger	39.298	47.506	Aktiver i alt	5.619.205	4.505.119
Resultat før skat	835.995	250.261	Passiver		
7 Skat	16.003	12.352	9 Investorers formue	5.618.443	4.504.822
Årets nettoresultat	819.991	237.909	Anden gæld:		
Resultatdisponering			Skyldige omkostninger	763	296
Foreslået udlodning	310.417	956.814	I alt anden gæld	763	296
Overført til udlodning næste år	3.177	678	Passiver i alt	5.619.205	4.505.119
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	313.594	957.492			
Overført til formuen	506.397	÷719.583			
I alt disponeret	819.991	237.909			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	10,39	25,96	23,53	8,84	16,65
Benchmarkafkast (pct.)	14,00	26,09	28,09	12,40	13,80
Sharpe Ratio	0,88	1,06	2,37	1,51	1,23
Indre værdi (DKK pr. andel)	132,17	151,67	157,18	157,72	144,80
Nettoresultat (t.DKK)	264.371	660.850	679.911	237.909	819.991
Udbytte (DKK pr. andel)	13,00	24,10	14,40	33,50	8,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,17	1,22	1,29	1,04	0,80
ÅOP	1,41	1,56	1,57	0,89	0,88
Omsætningshastighed (antal gange)	0,62	0,88	0,36	0,74	0,58
Investorers formue (t.DKK)	3.047.050	2.868.081	3.942.267	4.504.822	5.618.443
Antal andele	23.054.778	18.910.622	25.080.582	28.561.608	38.802.063
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

USA KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	96	2
I alt renteindtægter	96	2

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	115	81
I alt renteudgifter	115	81

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	135.492	113.570
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	870	637
I alt udbytter	136.362	114.206

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	730.976	159.835
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	221	÷254
Valutakonti	9.389	26.426
Øvrige aktiver/passiver	÷34	÷34
Handelsomkostninger	÷1.603	÷2.333
I alt kursgevinster og -tab	738.949	183.641

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷4.007	÷3.894
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.403	1.561
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.603	÷2.333

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	2	0	0	0
Managementhonorar	32.419	0	41.083	0
Fast administrationshonorar	6.877	0	6.423	0
I alt opdelte adm.omk.	39.298	0	47.506	0
I alt adm.omkostninger		39.298		47.506

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	16.003	12.352
I alt skat	16.003	12.352

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	136.343	114.127
Ikke refunderbar udbytteskat	÷16.003	÷12.352
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷116	÷72
Kursgevinst til udlodning	204.772	827.378
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	30.453	75.171
Udlodning overført fra sidste år	678	1.861
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	356.126	1.006.112
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	39.298	47.506
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷3.234	÷1.114
I alt til rådighed for udlodning, netto	313.594	957.492

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	28.561.608	4.504.822	25.080.582	3.942.267
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷956.814		÷361.160
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷144.153		61.243
Emissioner i året	21.348.840	2.855.831	15.779.419	2.696.651
Indløsninger i året	÷11.108.385	÷1.463.714	÷12.298.393	÷2.076.343
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.479		4.254
Foreslået udlodning		310.417		956.814
Overførsel af periodens resultat		506.397		÷719.583
Overført til udlodning næste år		3.177		678
I alt investorerens formue	38.802.063	5.618.443	28.561.608	4.504.822

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	99,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,4
I alt finansielle instrumenter	99,3	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,5
I alt	100,0	100,0

USA Low Volatility – Accumulating KL

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

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

Risikoprofil

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

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

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske aktier. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen. Den defensive investeringsstrategi forventes at medføre, at afdelingen stiger mindre end det amerikanske marked, når dette stiger – og omvendt, at afdelingen falder mindre, når det amerikanske marked

falder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

Markedet

Der var stigninger i 9 ud af 11 sektorer i benchmark. Det største bidrag i benchmark kom fra energi, efterfulgt af telekommunikation og finans. Fast ejendom, som blev udskilt af finans pr. 31. august 2016, var sammen med sundhedspleje de eneste to sektorer i indekset, der gav et negativt afkast i perioden. Den traditionelt defensive konsumentvaresektor holdede ligeledes efter de øvrige sektorer. I 2016 klarede value-aktierne sig bedre end vækstaktierne. Dette står i kontrast til tendensen fra de senere år og var positivt for afdelingens strategi, som går ud på at identificere undervurderede markedsledere. Markedsvolatiliteten var i 2016 drevet af makroøkonomiske forhold såsom geopolitisk usikkerhed, fortsat lave oliepriser, centralbankernes kvantitative lempelser og nul- eller negative renter samt disse faktoreres samlede indvirkning på den økonomiske vækst.

I starten af året reducerede investorerne deres risikoeksponering, idet de undgik de mere cykliske sektorer. I takt med at optimismen steg, oplevede de mere risikobetonede aktier kursstigninger, hvorefter der fulgte et fald i de mere rentefølsomme og defensive aktier. Juni måneds Brexit-afstemning udløste først panik og dernæst fornyet optimisme med hensyn til det amerikanske marked. Trumps lige så overraskende valgsejr i november udløste kraftige kursstigninger på aktiemarkedet, hvor de finansielle aktier førte an, mens IT-aktierne lå i den anden ende af tabellen.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 13,46 pct. målt i USD. Afdelingen har ikke et benchmark tilknyttet, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på det amerikanske aktiemarked, som steg 10,89 pct. målt i USD. Afdelingen har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2008

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060143485

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	19,7%
Informationsteknologi	18,6%
Konsumentvarer	14,0%
Forbrugsgoder	10,6%
Sundhedspleje	8,5%
Øvrige inkl. likvide	28,6%

Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,99
Standardafvigelse	8,14

USA Low Volatility – Accumulating KL

Afdelingen har intet benchmark, da der ikke findes et velegnet benchmark, der afspejler investeringerne.

Vurdering af resultatet

Formålet med afdelingens strategi er at minimere afkastudsvingene, herunder at minimere eventuelle tab. Afdelingen var derfor investeret i defensive aktier. Årets første måneder var præget af markante fald på aktiemarkedet. Afdelingens defensive aktier klarede sig i denne periode derfor noget bedre end markedet som helhed. Efterfølgende gav afdelingen et lidt bedre afkast end markedet, men den gode udvikling vendte i løbet af sommeren. For det første konkluderede markedet at de negative følger af Brexit lå noget ud i fremtiden. For det andet var vækst og erhvervstillid på vej op. Det bevirkede at investorerne søgte mod mere risikable aktier. Den udvikling blev forstærket da udfaldet af det amerikanske valg forelå. Udsigten til lavere beskatning i USA og dermed højere vækst understøttede den mere risikable del af markedet. Aktier med lav volatilitet havde derfor et svært andet halvår, hvor de klarede sig noget dårligere end markedet som helhed. For året som helhed gav afdelingen dog et afkast der var højere end markedet som helhed takket være den gode start på året.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den væsentligste begivenhed i 2016 var, at udsigterne for erhvervslivet blev forbedret med det overraskende resultat af det amerikanske præsidentvalg. Investorerne forventer mindre bureaukrati, lavere skatter og et generelt forbedret erhvervsklima, som dog i nogen grad opvejes af bekymringer om protektionisme. Med valgresultatet er fulgt usikkerhed om, hvilken politik Trump vil føre, og hvor meget renterne vil stige. Samlet set er udsigterne for den amerikanske økonomi forbedret som følge af valgresultatet.

Afdelingens strategi i 2017 vil fortsat være, at have en undervægt af aktier med store kursudsving. Andet halvår af 2016 var præget af et marked, hvor investorer flyttede fra mindre til mere risikofyldte dele af markedet. Hvis udviklingen fortsætter vil afdelingen give et lavere afkast end markedet som helhed. Det må generelt forventes, at afdelingen stiger mindre end det amerikanske marked, når dette stiger – og omvendt at afdelingen falder mindre, når det falder. Fornyet bekymring om en økonomisk krise eller forøget geopolitisk turbulens vil være negativt for afdelingens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligations-

renter i USA, da den amerikanske centralbank vil hæve den ledende rente mere end hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for afdelingens afkast. En restriktiv amerikansk handelspolitik kan føre til en decideret handelskrig, der også vil ramme amerikanske virksomheder. Et fornyet fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for især råvareproducerende virksomheder. Begge dele vil bidrage negativt til afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

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

Afdelingen har som følge af sin strategi en lav andel af aktier med store kursudsving og forventes fortsat at have det i 2017. Afdelingen vil tilstræbe at afspejle det amerikanske investeringsunivers samtidigt med, at risikoen og daglige kursudsving minimeres mest muligt. Årsagen er, at der er store forskelle på selskabernes karakteristika. En del af strategien er at udnytte disse forskelle, så risikoen og kursudsving minimeres. Det afspejler sig i afdelingens aktievalg og sammensætning. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet. Den defensive investeringsstrategi forventes at medføre, at afdelingen stiger mindre end det amerikanske marked, når det stiger, og omvendt at afdelingen falder mindre, når det amerikanske marked falder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast mindre end markedet. Derved er der overensstemmelse mellem afdelingens risici ved markedsudviklingen, vores generelle forventninger til markedet samt vores forventninger til afdelingens afkast.

USA Low Volatility – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	8	0	Likvide midler:		
2 Udbytter	2.961	2.623	Indestående i depotselskab	1.272	3.351
I alt renter og udbytter	2.969	2.623	I alt likvide midler	1.272	3.351
3 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	16.899	13.264	Not. aktier fra udl. selskaber	125.959	105.993
Valutakonti	÷29	421	I alt kapitalandele	125.959	105.993
Øvrige aktiver/passiver	÷1	÷3	Andre aktiver:		
4 Handelsomkostninger	÷41	÷48	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	236	124
I alt kursgevinster og -tab	16.828	13.634	Aktuelle skatteaktiver	10	3
I alt indtægter	19.797	16.257	I alt andre aktiver	246	126
5 Administrationsomkostninger	1.429	1.373	Aktiver i alt	127.477	109.470
Resultat før skat	18.368	14.884	Passiver		
6 Skat	381	354	7 Investorers formue	127.450	109.462
Årets nettoresultat	17.987	14.529	Anden gæld:		
Resultatdisponering			Skyldige omkostninger	27	7
Overført til formuen	17.987	14.529	I alt anden gæld	27	7
I alt disponeret	17.987	14.529	Passiver i alt	127.477	109.470

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i USD (pct.)	9,05	24,45	10,93	1,35	13,46
Sharpe Ratio i USD	0,93	1,51	1,73	1,30	0,99
Indre værdi (DKK pr. andel)	127,03	158,08	175,36	177,73	201,66
Nettoresultat (t.DKK)	9.232	18.629	23.810	14.529	17.987
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,25	1,25	1,24	1,24
ÅOP	1,31	1,32	1,31	1,31	1,30
Omsætningshastighed (antal gange)	0,14	0,27	0,23	0,51	0,49
Investorers formue (t.DKK)	110.158	91.235	115.121	109.462	127.450
Antal andele	153.238	106.598	106.681	89.650	89.650
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

USA Low Volatility – Accumulating KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	8	0
I alt renteindtægter	8	0

Note 2: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.961	2.623
I alt udbytter	2.961	2.623

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.899	13.264
Valutakonti	+29	421
Øvrige aktiver/passiver	+1	+3
Handelsomkostninger	+41	+48
I alt kursgevinster og -tab	16.828	13.634

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+41	+57
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	9
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+41	+48

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	1.267	0	1.218	0
Fast administrationshonorar	161	0	155	0
I alt opdelte adm.omk.	1.429	0	1.373	0
I alt adm.omkostninger		1.429		1.373

Note 6: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	381	354
I alt skat	381	354

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	89.650	109.462	106.681	115.121
Indløsninger i året	0	0	+17.031	+20.210
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		21
Overførsel af periodens resultat		17.987		14.529
I alt investorenes formue	89.650	127.450	89.650	109.462

Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	96,8
I alt finansielle instrumenter	98,8	96,8
Øvrige aktiver og passiver	1,2	3,2
I alt	100,0	100,0



Fælles noter

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for 2016 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2015.

Præsentation af regnskabstal

Tal er i resultatopgørelse, balance og noter præsenteret i hele 1.000 i den aktuelle valuta, som afdelingen eller andelsklassen udarbejdes i. Sumtal er angivet som de faktiske tal afrundet til hele 1.000, hvilket kan medføre afrundingsdifference ved efterregning af sumtal.

Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå periodens indtjening. Dog overføres handelsomkostningerne i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter forårsaget af emission og indløsning i afdelingen til Investorenes formue.

Aktiver bliver indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor. Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis – og kun hvis – oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

Resultatopgørelsen

Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter. Endvidere indgår nettoindtægten ved repo-aftaler og reverse repo-aftaler.

Aktieudbytter omfatter årets indtjente udbytter.

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver. For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede kursgevinster og -tab som forskellen mellem dags-

værdi på salgstidspunktet og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab bliver opgjort som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. For udlånte aktier opgøres kursgevinster og -tab på samme vis. Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres dog til "Investorenes formue". Den sidstnævnte del er opgjort som den andel, provenuet af emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af de samlende handler.

Andre indtægter

Vederlag fra aktieudlån indgår under "Andre indtægter".

Administrationsomkostninger

"Afdelingsdirekte omkostninger" består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. "Andel af fællesomkostninger" er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S.

"Managementhonorar" udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende porteføljerådgivning/-forvaltning samt formidling.

"Fast administrationshonorar" udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende administration. Administrationshonoraret inkluderer blandt andet udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v.

Fælles noter

Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

Når en afdeling ejer andele i en anden afdeling, friholdes moderafdelingen for en række betalinger for at undgå dobbeltbetaling for samme ydelse. Der overføres et beregnet beløb i moderafdelingen fra "Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser" til "Administrationsomkostninger". Denne overførsel svarer til den andel af datterafdelingens administrationsomkostninger, som moderafdelingen indirekte betaler, og som umiddelbart indgår i "Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser". Dette overførte beløb medtages ikke under administrationsomkostninger, når udlodningen gøres op.

Skat

Skat indeholder udbytteskat og renteskat, der er tilbageholdt i udlandet, og som ikke kan refunderes. Indregningen er baseret på en aktuel vurdering af de enkelte landes skatteregler og praksis.

Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C.

"Til rådighed for udlodning" opgøres således at, i det omfang den pågældende afdeling har indkomst af den pågældende art, foretager afdelingen udlodning på grundlag af de i regnskabsåret

- indtjente renter, renteudgifter på fordringer samt vederlag for udlån af værdipapirer;
- indtjente udbytter fratrukket indeholdt udbytteskat samt låntagers betaling til långiver af dennes manglende udbytte ved aktieudlån; tilgodehavende udbytteskat indgår i grundlaget efter modtagelse,
- realiserede kursgevinster/-tab på kapitalandele (kursgevinster på kapitalandele, som beskattes efter aktieavancebeskatningslovens § 19, beregnes dog efter lagerprincippet),
- realiserede kursgevinster /-tab på obligationer og skatkammerbeviser,
- realiserede kursgevinster/-tab på valutakonti,
- kursgevinster/-tab ved afdelingens anvendelse af afledte finansielle instrumenter, beregnet efter lagerprincippet.

Realiserede tab indgår således i afdelingernes udlodning, hvorved det udlodningspligtige beløb kan blive negativt. Den samlede negative udlodning for en afdeling overføres i så fald til fremførsel i efterfølgende års udlodning.

Inden udlodning fragår afdelingens administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten bliver beregnet som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste 0,10.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

"Overført til udlodning næste år" består af restbeløbet efter nedrunding af "Til rådighed for udlodning". Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning.

"Overført til udlodning fra sidste år" består af nedrunding af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Ved skattefri fusion indregnes i udlodningen for den fortsættende afdeling renter, udbytter, kursgevinster og administrationsomkostninger optjent i den ophørende afdeling i perioden fra primo året til fusionsdagen.

Balancen

Likvide midler

Likvide midler indeholder indlånskonti i pengeinstitutter, som er til fri disposition. Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge

Fælles noter

den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. For investeringsbeviser i afdelinger i investeringsforeninger, hvor foreningens administrator har fuld indsigt i sammensætningen af afdelingens underliggende obligationer og kapitalandele (funds of funds), måles disse på basis af ovennævnte målingsprincipper anvendt på de underliggende obligationer og kapitalandele. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen. Obligationer, som indgår i repo-aftale, eller som er solgt på termin, indgår under obligationer. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele.

Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi, og der indgår:

- "Tilgodehavende renter" bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- "Tilgodehavende udbytte" bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.
- "Mellemværende vedrørende handelsafvikling" bestående af værdien af proventuet fra salg af finansielle instrumenter, fra udtrukne obligationer samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under "Anden gæld" pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.
- "Aktuelle skatteaktiver" bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

Investorerens formue

"Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser" består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før. "Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning" består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

Anden gæld

"Anden gæld" måles til dagsværdi. "Mellemværende vedrørende handelsafvikling" består af værdien af proventuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under "Andre aktiver" pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab". Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og tab".

Afdelinger med andelsklasser

Visse afdelinger udbydes i flere andelsklasser i forskellige valutaer. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Hertil kommer andelsklassernes klassespecifikke transaktioner fra valutaafdækning, bankkonti samt omkostninger.

Der udarbejdes et samlet regnskab for hele afdelingen samt noter til de enkelte andelsklasser.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger og antal andele beregnes for de enkelte klasser. I de tilfælde, hvor en klasse ved etableringen viderefører den pågældende afdeling, vises de for klassen relevante nøgletal med historikken.

Afdelingsfusion

Ved fusion indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den ophørende afdeling til disses dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen tilføres afdelingen i en særlig linje under "Investorerens formue". Der foretages hverken tilpasning af formuen primo i den fortsættende afdeling eller af sammenligningstal i resultatopgørelse, balance og noter.

Fælles noter

Nøgletal

Afkast

Beregnes således:

$$\frac{((\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}) / \text{Indre værdi primo året}) - 1}{1} \times 100.$$

Geninvesteret udlodning = Udlodning i kroner pr. andel x Indre værdi ultimo/Indre værdi umiddelbart efter udlodning.

Benchmarkafkast

Benchmarkafkast er en opgørelse af udviklingen i det benchmark (markedsindeks), som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrationsomkostninger.

Indre værdi

Beregnes som Investorerne formue/Cirkulerende andele og udtrykker værdien pr. andel.

Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som Foreslået udlodning i pct. + Udbetalt acontoudlodning i pct.

Foreslået udlodning i pct. = Foreslået udlodning/Cirkulerende kapital.

Udlodning i kroner pr. andel = Udlodning i pct. x Andelenes stykstørrelse/100.

Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som Administrationsomkostningerne/Investorerne gennemsnitlig formue x 100.

Som "Administrationsomkostninger" anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og "Investorerne gennemsnitlige formue" er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort dagligt.

ÅOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer: Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau. For at opnå ensretning med ÅOP i Central Investorinformation anvendes fra og med 2012 de aktuelle satser i stedet for de realiserede omkostninger for de afdelinger, der i løbet af året har ændret satser; Sammenligningstal er ikke tilrettede.

Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.

1/7 af det maksimale emissionstillæg som det fremgår af det gældende prospekt.

1/7 af det maksimale indløsningsfradrag som det fremgår af det gældende prospekt.

Omsætningshastighed i antal gange

Opgøres som
$$\frac{(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg})/2}{\text{Investorerne gennemsnitlige formue}}$$

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som ovennævnte "Kursværdi af køb og salg af værdipapirer" korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger; udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at "(Værdi af køb + Værdi ved salg)/2" svarer til handel som følge af porteføljepleje.

Investorerne gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under "Administrationsomkostninger i pct."

Nøgletal for risiko

Disse nøgletal beregnes, på nær Active Share, fra afdelingernes start over en periode på maksimum tre år; dog kun for afdelinger som har eksisteret i mindst 36 måneder. Sharpe Ratio og Standardafvigelse beregnes både for de pågældende afdelinger og deres benchmark. Active Share beregnes på statusdagen.

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

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

Information Ratio er et matematisk udtryk for forholdet mellem merafkastet og risikoen af en investeringsportefølje i forhold til et benchmark. Nøgletallet udtrykker, hvor meget ekstraafkast en investor har opnået ved at påtage sig en given risiko i forhold til benchmark.

Active Share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark. Dette nøgletal viser et øjebliksbillede på statusdagen.

Risikoindekatoren er et udtryk for den typiske sammenhæng mellem risikoen ved og afkastmuligheder af investeringen. Placeringen på indikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og små udsving er lig med en lavere risiko. Tallet kan svinge mellem 1 og 7.

Fælles noter

Udbyttens skattemæssige fordeling

Afdelingsnavn	Stk.størrelse i kr.	Udbytte i kr. pr. stk.	Kapitalindkomst i kr. pr. stk.	Aktieindkomst i kr. pr. stk.	Skattefri indkomst i kr. pr. stk.
Aktier KL	100	0,00	-	-	-
AlmenBolig Korte Obligationer; Klasse DKK d	100	0,10	0,10	-	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL - a conto	100	0,70	0,70	-	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer KL	100	0,40	0,38	-	0,02
AlmenBolig Obligationer Varighed 2, Klasse DKK W d	100	0,60	0,60	-	-
Danske Obligationer Absolut KL - a conto	100	0,90	0,90	-	-
Danske Obligationer Absolut KL	100	0,70	0,70	-	-
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko KL - a conto	100	0,70	0,70	-	-
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko KL	100	0,60	0,60	-	-
Danske Obligationer Allokering KL	100	0,80	0,80	-	-
Danske Obligationer Varighed 0 - 6 KL - a conto	100	0,10	0,10	-	-
Danske Obligationer Varighed 0 - 6 KL	100	0,70	0,70	-	-
Danske Obligationer Varighed 3 KL - a conto	100	0,40	0,40	-	-
Danske Obligationer Varighed 3 KL	100	0,70	0,70	-	-
Emerging Markets KL	10.000	1.620,00	-	1.620,00	-
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted KL	10.000	300,00	300,00	-	-
Europe Focus KL	10.000	580,00	-	580,00	-
Flexinvest Aktier KL	100	11,60	-	11,60	-
Flexinvest Danske Obligationer KL	100	1,30	1,30	-	-
Flexinvest Fonde KL - a conto	100	0,80	0,80	-	-
Flexinvest Fonde KL	100	0,80	0,80	-	-
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer KL	100	1,20	1,20	-	-
Flexinvest Korte Obligationer KL	100	0,00	-	-	-
Flexinvest Lange Obligationer KL - a conto	100	0,80	0,80	-	-
Flexinvest Lange Obligationer KL	100	1,00	1,00	-	-
Flexinvest Udenlandske Obligationer KL	100	0,00	-	-	-
Global Equity Solution KL	100	2,10	-	2,10	-
Global KL	100	0,00	-	-	-
Global Restricted KL	100	0,20	-	0,20	-
Kommuner Europæiske Obligationer KL - a conto	100	1,10	1,10	-	-
Kommuner Europæiske Obligationer KL	100	1,40	1,35	-	0,05
Kommuner 4 KL - a conto	100	0,70	0,70	-	-
Kommuner 4 KL	100	0,90	0,87	-	0,03
Online Danske Obligationer Indeks KL	100	2,40	2,40	-	-
Online Global Indeks KL	100	6,70	-	6,70	-
US High Yield Bonds KL	10.000	0,00	-	-	-
USA KL	100	8,00	-	8,00	-

Skemaet viser hvordan udbyttene for 2016 skal behandles skattemæssigt i relation til almindelig opsparing. For pensionsopsparing indgår hele udbyttet i grundlaget for PAL-skat. For selskaber indgår hele udbyttet i selskabsindkomsten.

Udbyttene har - på nær acontoudbyttene - normalt først relevans for selvangivelsen for 2017, da udbyttene først udbetales i 2017.

Fælles noter

Foreningens væsentligste aftaler

Her beskrives de væsentligste aftaler, som foreningen eller foreningens investeringsforvaltningsselskab på foreningens vegne har indgået pr. 31. december 2016.

Aftale om administration

Foreningen har indgået aftale med sit investeringsforvaltningsselskab, Danske Invest Management A/S (DIMA), om, at selskabet varetager den daglige ledelse og administration af foreningen i overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter og anvisninger fra foreningens bestyrelse, herunder investeringsrammer for de enkelte afdelinger.

Aftalen indebærer, at DIMA foruden at stå for den løbende drift af foreningen bl.a. kan indgå aftaler med parter i ind- og udland om porteføljerådgivning/-forvaltning vedrørende foreningens afdelinger samt om distribution af foreningsandele.

Som honorar herfor betaler hver afdeling en samlet administrationsomkostning beregnet ud fra afdelingens gennemsnitlige formue. Honoraret består af to dele: en del (administrationshonorar) som udgør betaling for de løbende driftsomkostninger m.v. og depotbankydelsen, og en del (managementhonorar) som udgør betaling for porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling af andele. Begge komponenter beregnes ud fra den enkelte afdelings gennemsnitlige formue. Satserne fremgår af afdelingernes gældende prospekt, der kan findes på hjemmesiden danskeinvest.com.

Eventuelle yderligere omkostninger til væsentlige, særlige opgaver pålagt af myndigheder, bestyrelsen eller generalforsamlingen betales direkte af den eller de berørte afdelinger.

Aftale om depot og depotbankfunktion

Foreningen har indgået aftale med Danske Bank om, at banken som depotselskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftale om formidling af investeringsbeviser

DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Bank om, at banken varetager formidling af foreningens andele gennem Danske Bank og andre distributører i ind- og udland. Aftalen med Danske Bank indebærer endvidere, at banken via sin investeringslinje yder rådgivning til investorer hjemmehørende i pengeinstitutter, som ikke har indgået formidlingsaftale vedrørende foreningen.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftaler om porteføljerådgivning og -forvaltning m.v. DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Capital om ydelse af porteføljerådgivning. Danske Capitals hovedvirksomhed er kapitalforvaltning. Aftalen indebærer, at Danske Capital yder rådgivning til DIMA om transaktioner, som Danske Capital anser for fordelagtige som led i porteføljestyringen. De enkelte forslag til investeringer, som skal ligge inden for de rammer og retningslinjer, der blandt andet er fastsat i den enkelte afdelings investeringspolitik, skal forelægges investeringsforvaltningsselskabets investeringsafdeling, som tager stilling til om og i hvilket omfang, de skal føres ud i livet.

DIMA har endvidere indgået porteføljeforvaltningsaftaler med et antal porteføljeforvaltere. I tilknytning hertil yder Danske Capital birådgivning vedrørende bl.a. udvælgelse og regelmæssig evaluering af porteføljeforvalterne.

Omkostningerne til porteføljerådgivning og -forvaltning afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftale om prisstillelse i markedet

DIMA har med Danske Bank indgået aftale om, at banken i blandt andet NASDAQ Copenhagens handels-

Fælles noter

systemer og i bankens strakshandelssystem løbende – med forbehold for særlige situationer – stiller priser for afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser. Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftaler om handel med værdipapirer

Et element i aftalerne med Danske Capital er vilkårene for værdipapirhandler i forbindelse med den løbende pleje af de enkelte porteføljer:

Handlerne placeres hos såvel Danske Banks handelsfunktioner som hos andre bankers handelsfunktioner, jf. omtalen under "Omkostninger".

Handlerne sker til priserne i det professionelle/institutionelle marked i ind- og udland med tillæg respektive fradrag af eventuel kurtage hos brokere, skatter, udenlandske omkostninger, afviklingsgebyrer og lign.

Tilsvarende vilkår gælder ved andre porteføljerådgiveres/-forvalteres gennemførelse af værdipapirhandler. Handelsomkostningerne – kurtage og eventuelle kursspreads m.v. – indgår ikke i afdelingernes årlige administrationsomkostninger, men er typisk et tillæg til prisen ved afdelingernes køb og et fradrag i prisen ved afdelingernes salg af værdipapirer. Beløbene indgår i resultatopgørelsen i kategorien "Kursgevinster og -tab" under posten "Handelsomkostninger".

Fælles noter

Revisionshonorar

Foreningens samlede udgift til revision i 1.000 DKK	2016	2015
Revisionshonorar, Ernst & Young	353	332
Erklæringsopgaver med sikkerhed, Ernst & Young	461	432
Honorar for andre ydelser, Ernst & Young	0	433
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til Ernst & Young	814	1.197

Honorar for andre ydelser omfatter primært honorar for assistance i forbindelse med tilbagesøgning af udbytteskat.

Bestyrelseshonorar

Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar i 1.000 DKK	2016	2015
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar	695	683

Fælles noter

Finanskalender 2017

16. marts 2017	Bestyrelsen behandler årsrapporten for 2016, som efterfølgende offentliggøres.
24. april 2017	Ordinær generalforsamling
28. august 2017	Bestyrelsen behandler halvårsrapporten for 2017, som efterfølgende offentliggøres.

Herudover udsender Danske Invest et nyhedsbrev. På www.danskeinvest.dk offentliggøres hver måned ureviderede beholdningslister, afkastoplysninger, faktasider m.v.

Valutakoder

Euro	EUR
Amerikanske dollar	USD
Britiske pund	GBP
Svenske kroner	SEK
Norske kroner	NOK
Schweiziske franc	CHF
Canadiske dollar	CAD
Japanske yen	JPY
Australske dollar	AUD
New Zealandske dollar	NZD

Fælles noter

Kreditvurderingsbureauernes rating-skala			
Standard & Poors	Moody's	Kreditkvalitet	Investment/speculative
AAA	Aaa	Højeste kreditkvalitet	Investment grade (høj kreditkvalitet)
AA+	Aa1	Meget høj kreditkvalitet	
AA	Aa2		
AA-	Aa3		
A+	A1	Høj kreditkvalitet	
A	A2		
A-	A3		
BBB+	Baa1	God kreditkvalitet	
BBB	Baa2		
BBB-	Baa3		
BB+	Ba1	Spekulativ	Speculative grade (lav kreditkvalitet)
BB	Ba2		
BB-	Ba3		
B+	B1	Højt spekulativ	
B	B2		
B-	B3		
CCC+	Caa1	Høj udfaldsrisiko	
CCC	Caa2		
CCC-	Caa3		
CC	Ca		
C	C		
D	-	Betalingsstandsning/misligholdt	

