



Årsrapport 2014

Investeringsforeningen Sparinvest

Sparinvest

Investeringsforeningen Sparinvest

(FT-nr. 11010)

Adresser:

ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

Sparinvest Huset

Søndergade 3

8900 Randers C

Telefon: 36 34 74 00

Telefax: 36 34 74 99

Hvidesten

Kingosvej 1

2630 Taastrup

Telefon: 36 34 75 00

Telefax: 36 34 75 99

E-mail: mail@sparinvest.dk

Web-adresse: www.sparinvest.dk

Administrationsselskab:

Sparinvest S.A.

28, Boulevard Royal

L-2449 Luxembourg

Administrationen udøves via:

ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

Søndergade 3

8900 Randers C

Direktion, Sparinvest S.A.:

Direktør, Peter Møller Lassen

Direktør, Niels Solon

Direktør, Henrik Lind-Grønbæk

Direktør, Richard Jacqué

Depotselskab:

Nykredit Bank A /S

Kalvebod Brygge 1-3

1780 København V

Indholdsfortegnelse

2 Foreningsoplysninger

5 Ledelsens beretning for 2014

- 5 Bestyrelse
- 6 Direktion
- 7 Ledelsesberetning – resume
- 8 Ledelsens beretning
- 8 Udviklingen i Sparinvests afdelinger
- 10 Forventninger til 2015
- 11 Udviklingen i 2014
- 13 Udlodning af udbytte
- 13 Investeringspolitik og risikostyring

18 Generalforsamling 8. april 2015

19 Ledelsespåtegning

20 Den uafhængige revisors erklæringer

23 Årsregnskab for afdelinger

- 25 Aktiebaserede afdelinger
- 61 Obligationsbaserede afdelinger
- 109 Indeksbaseede afdelinger

165 Fællesnoter

- 165 Væsentlige aftaler
- 165 Fusionsnote
- 169 Anvendt regnskabspraksis
- 173 Skattemæssig behandling af udbytte





Ledelsens beretning for 2014

Bestyrelse

Ifølge vedtægterne for Investeringsforeningen Sparinvest afgår medlemmer af bestyrelsen senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvor vedkommende fylder 70 år.

Torben Nielsen (f. 1947)

Formand

Indtrådt i bestyrelsen 31.03.2011 og er siden genvalgt.

Formand for bestyrelsen for:
Investeringsforeningen Sparinvest
Sparinvest SICAV
Capital Market Partners A/S
Eik Bank p/f
Museum Sydøstdanmark
Vordingborg Borg Fond

Næstformand for bestyrelsen for:

Tryg A/S
Tryg Forsikring A/S
Sydbank A/S

Medlem af bestyrelsen for:

DLR Kredit A/S
Sampension Administrationsselskab A/S
Sampension KP Livsforsikring A/S
Bombebossen

Direktør for:

Bawn Invest ApS

Har investeret i Investeringsforeningen Sparinvest:
Ja

Lektor, Johannes Lund Andersen (f. 1950)

Indtrådt i bestyrelsen 31.03.2011 og er siden genvalgt.

Formand for bestyrelsen for:
Teater Nordkraft, Aalborg

Medlem af bestyrelsen for:
Investeringsforeningen Sparinvest
Avisen.dk ApS
Forlaget Hovedland A/S

Har investeret i Investeringsforeningen Sparinvest:
Ja

Professor, dr. jur. Linda Nielsen (f. 1952)

Indtrådt i bestyrelsen 17.06.2003 og er siden genvalgt.

Formand for bestyrelsen for:
EVA Danmarks Evalueringsinstitut
Lægernes Pensionskasse
Lægernes Pensionsbank A/S

Medlem af bestyrelsen for:
Investeringsforeningen Sparinvest
Det Danske Klasselotteri A/S
CSR Fonden

Har investeret i Investeringsforeningen Sparinvest:
Ja

Benedicte Vibe Christensen (f. 1951)

Indtrådt i bestyrelsen 31.03.2011 og er siden genvalgt.

Medlem af bestyrelsen for:
Friends of Reach Out's HIV/AIDS Africa
Investeringsforeningen Sparinvest
Sparinvest SICAV

Har investeret i Investeringsforeningen Sparinvest:
Nej

Advokat og Partner, Niels S. Vase (f. 1956)

Næstformand

Medlem af bestyrelsen 20.01.1997-23.02.2004. Indtrådt i bestyrelsen igen 31.03.2011 og er siden genvalgt.

Næstformand for bestyrelsen for:
Investeringsforeningen Sparinvest

Medlem af bestyrelsen for:

Lakrymal A/S
Promal A/S

Har investeret i Investeringsforeningen Sparinvest:
Ja

Direktør, Peter Reedtz (f. 1956)

Indtrådt i bestyrelsen 31.03.2011 og er siden genvalgt.

Formand for bestyrelsen for:
Factor Insurance Brokers AB, Stockholm
Monyx Financial Group AB, Stockholm
Obton Fondsmæglerselskab A/S
Private Global Property GP ApS

Næstformand for bestyrelsen for:
TG Partners III A/S
TG Brentwood A/S

Medlem af bestyrelsen for:
Investeringsforeningen Sparinvest
Sparinvest SICAV
Core Bolig III Investoraktieselskab
Core Bolig III Investoraktieselskab II
Core Bolig III Kommanditaktieselskab
Monyx Fund SICAV, Luxembourg
Newcap Holding A/S
TG Management A/S
TG Partners II P/S
TG Partners IV P/S

Direktør for:
Asset Allocation Instituttet
Reedtz Invest ApS

Har investeret i Investeringsforeningen Sparinvest:
Ja

Direktion, Sparinvest S.A.

Direktør, Peter Møller Lassen

Direktør for:
Sparinvest S.A.
ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

Formand for bestyrelsen for:
Randers HK A/S
Pack Plast A/S
Lund Holding Randers A/S

Medlem af bestyrelsen for:
C. Mærsk-Andersen's Eff. A/S
CMA Holding Randers A/S
Lorentzen og Nielsen ApS
Randers HK Holding A/S
Sparinvest Investment Solutions A/S

Direktør, Niels Solon

Direktør for:
Sparinvest S.A.
ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg
NSO Invest ApS
NJB ApS

Formand for bestyrelsen for:
Mønhuset ApS

Medlem af bestyrelsen for:
Garanti Invest A/S
NJB ApS
Corfix Invest ApS
Ejendomsselskabet Nørrebrogade 98 ApS
Sparinvest Property Investors A/S
Sparinvest Property Investors II A/S
Sparinvest Investment Solutions A/S
Kapitalforeningen Sparinvest

Henrik Lind-Grønbæk

Direktør for:
Sparinvest S.A.

Vicedirektør for:
Sparinvest Holdings SE

Medlem af bestyrelsen for:
Sparinvest Holdings SE
Sparinvest S.A.
Sparinvest Property Investors A/S
Sparinvest Property Investors II A/S
Garanti Invest A/S
Kapitalforeningen Sparinvest
Sparinvest SICAV-SIF

Richard Jacqué

Direktør for:
Sparinvest S.A.

Medlem af bestyrelsen for:
Sparinvest S.A.
Sparinvest SICAV
Sparinvest SICAV-SIF
BBC Gréngewald Hueschtert a.s.b.l. (formand, basketball klub)

Ledelsesberetning – resume

Investeringsforeningen Sparinvest	Årets resultat i 1.000 kr.	Formue ultimo 2014 i 1.000 kr.	Indre værdi	Afkast (%)	Benchmark (%)	Udbytte
Aktiebaserede afdelinger						
Cumulus Value	31.069	629.367	158,42	4,97	19,27	8,40
Danske Aktier	81.119	565.923	282,13	13,04	17,22	44,90
Momentum Aktier	82.748	627.628	135,50	14,35	19,27	12,50
Momentum Aktier Akk.	12.861	145.685	142,06	13,56	19,27	
Value Aktier	416.246	7.619.497	428,50	5,12	19,27	0,00
Value Emerging Markets	7.091	245.681	116,51	3,01	11,18	0,00
Value Europa	-14.259	562.285	73,45	-1,72	6,64	0,00
Value Europa Small Cap	-17.970	390.922	148,91	-3,38	6,27	4,90
Value USA	21.743	163.537	106,93	12,23	28,09	9,70
Obligationsbaserede afdelinger						
Bolig	8.364	160.282	109,04	5,59	5,23	3,00
Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer	-10.206	151.363	98,37	-3,70	4,53	0,00
High Yield Value Bonds Udb.	-481.778	2.333.952	76,71	-16,74	2,13	4,00
Indeksobligationer	48.073	541.865	134,18	8,64	8,80	0,00
Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries	47.266	2.020.253	106,98	5,16	7,49	0,00
Korte Obligationer	114.842	5.375.643	115,88	1,97	1,46	2,40
Lange Obligationer	321.716	3.912.843	120,94	8,77	8,53	4,50
Mellemlange Obligationer	358.730	7.115.145	116,59	5,00	5,23	3,60
Nye Obligationermarkeder	35.395	602.168	115,88	5,58	6,91	0,00
Nye Obligationermarkeder Lokalvaluta	16.596	447.624	101,21	4,15	7,16	0,00
Value Bonds 2016 Udb.	-7.209	363.574	96,41	-2,00	*	0,00
Value Bonds 2017 Udb.	-16.808	376.716	97,51	-2,49	*	0,00
Indeksbaserede afdelinger						
INDEX Dow Jones Sustainability World	40.114	332.445	112,59	15,65	15,88	0,00
INDEX Emerging Markets	25.749	316.758	100,55	10,23	11,18	2,30
INDEX Europa Growth	16.928	245.480	103,18	7,90	7,84	0,00
INDEX Europa Small Cap	3.285	99.841	123,68	4,90	6,27	0,00
INDEX Europa Value	8.783	202.672	75,25	5,24	5,40	0,00
INDEX Globale Aktier Min. Risiko	258.907	1.344.369	120,45	26,77	26,58	6,40
INDEX Japan Growth	48.572	569.842	67,06	9,64	11,10	0,00
INDEX Japan Small Cap	2.592	22.677	88,10	8,95	13,13	0,00
INDEX Japan Value	3.967	79.925	82,82	5,81	7,10	0,00
INDEX OMX C20 Capped	20.299	212.660	160,78	19,12	19,83	3,70
INDEX Stabile Obligationer	6.792	520.032	142,96	2,45	2,75	2,40
INDEX USA Growth	173.630	658.618	129,85	30,05	29,52	7,70
INDEX USA Small Cap	29.525	164.825	146,75	22,07	21,70	14,40
INDEX USA Value	102.486	500.256	94,75	27,13	26,57	2,00

*Value Bonds 2016 Udb. og Value Bonds 2017 Udb. har ikke noget benchmark

Ledelsens beretning

Årsrapporten aflægges efter lov om investeringsforeninger mv. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for noterede investeringsforeninger samt vejledninger fra InvesteringsFondsBranchen.

Denne beretning er fælles for alle afdelingerne i Investeringsforeningen Sparinvest.

Investeringsforeningen Sparinvest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægges separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året og beretter om årets resultat sammenholdt med den forventede udvikling. Nøgletal, afdelingens profil, afdelingens fremadrettede forventede udvikling og forventninger til de områder, inden for hvilke afdelingen investerer, er beskrevet under de enkelte afdelingsregnskaber.

Der er ikke indtruffet hændelser efter regnskabsafslutningen.

Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen Sparinvest, Torben Nielsen, har i 2014 afholdt møder med Compliance og ekstern revisor.

Ved indregning og måling tages hensyn til forudsigelige risici og tab, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

Der har ikke været usædvanlige forhold, som har indvirkning på indregning og måling i balance og resultatopgørelse.

Der har ikke været betydelige hændelser, som har indflydelse på balance og resultatopgørelse.

Der har ikke været usikkerhed ved indregning og måling i balance og resultatopgørelse.

Vi har valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens 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.

Udviklingen i Sparinvests afdelinger

2014 blev et udfordrende år for en række af foreningens strategier. Særligt de value-baserede afdelinger har været negativt påvirket af markedsudviklingen, men til gengæld har både indeksafdelingerne og afdelingerne for danske obligationer skabt flotte afkast.

På aktiesiden har de value-baserede afdelinger haft et blandet år. 2014 startede positivt, men udviklingen vendte brat i 2. halvår, hvilket påvirkede afkastet. Value-strategien har over tid klaret sig bedre end det generelle aktiemarked, men har i perioder i finanskrisens kølvand lidt under, at mange investorer har været mere optaget af verdensøkonomiens tilstand end de enkelte selskabers nøgletal og resultater. Dette billede gentog sig i 2014, hvor bl.a. andet faktorer som Ukraine-konflikten og væksten i Europa satte dagsordenen. Selvom flere af afdelingerne således isoleret set har skabt positive afkast, har de klaret sig værre end deres sammenligningsindeks. Afkastet i de value-baserede afdelinger blev for 2014 på mellem -3,4 % og 12,2 %.

Efter en flot periode de seneste år blev 2014 et hårdt år for de value-baserede obligationsafdelinger. Markedet for high yield-obligationer har generelt oplevet en vigende tendens i 2014, hvor den økonomiske usikkerhed har påvirket aktivklassen. Særligt High Yield Value Bonds har været udfordret af begivenhederne sidst på året hvor også stærkt faldende råvarepriser har sat en række selskaber i porteføljen under hårdt pres. Tidligere har investeringer inden for olie og jernmalm-sektorerne skabt flotte afkast, men et decideret – og nærmest historisk – fald i olieprisen sidst på året har gjort det svært for en række selskaber i porteføljen at betale renter på deres obligationslån på den korte bane. Det afspejler sig i afkastet, som endte i -16,7 %. Bedre gik det for Inve-

stment Grade Value Bonds, som gav et afkast på 5,2 %, mens Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer gav -3,7 %.

De afdelinger, der kom bedst gennem året, var indeksafdelingerne. Målet med dem er at følge udviklingen i udvalgte aktieindeks med lave omkostninger, og den strategi har givet flotte afkast i 2014. Blandt højdespringerne var INDEX USA Growth, der i 2014 blev kåret som årets bedste afdeling herhjemme af Dansk Aktie Analyse, samt flagskibet Globale Aktier Min. Risiko med afkast på henholdsvis 30,1 % og 26,8 %.

Danske obligationers fortsatte rentefald har haft positiv indvirkning på afkastet i vores traditionelle obligationsafdelinger, som igen i år har klaret sig bedre end forventet. Det afspejler sig i afkastet, som i 2014 var mellem 2,0 % og 8,8 %.

Aktiemarkederne

1. halvår af 2014 var karakteriseret ved stigende aktiekurser – understøttet af bl.a. forbedrede nøgletal og centralbankernes fortsat lempelige pengepolitikker. Derimod viste 2. halvår sig imidlertid at blive anderledes udfordrende, i takt med at en række politiske og økonomiske faktorer spredte nervøsiteten på markederne.

Geopolitisk har året været ganske markant, og det har navnlig i 2. halvår afspejlet sig i aktiemarkederne, hvor nervøsiteten er steget, som året skred frem. Dels har vi set Islamisk Stat i Syrien og Irak være i stærk fremmarch, hvilket har været et stort tema verden over i 2014. Desuden har Ruslands overtagelse af Krim-halvøen og involvering i det østlige Ukraine også trukket overskrifter, ligesom der efter en stabil periode i Grækenland på ny har været uro omkring det hårdt plagede land, hvilket især har påvirket de europæiske markeder.

Efter en periode med hårde, men for økonomien særdeles gavnlige, reformer virker dele af den græske befolkning mærket af flere års smalkost. Derfor kan man med rette frygte for den politiske situation i landet, efter der ved valget i 2015 viste sig stor opbakning til det venstreekstremistiske parti, Syriza. Den nye regering vil i det

store hele tilbagerulle en betydelig del af de vidtgående græske strukturreformer og genforhandle gælds- og lånebetingelser med EU og IMF. Allerede i slutningen af 2014 steg græske 3-årige statsrenter steget fra omkring 6,5 % til omkring 11 %. Med andre ord så markedet tidligt en risiko ved, at Syriza ville komme til magten i det kommende valg og dermed risikoen for, at Grækenland kan udtræde af EU.

Udviklingen gør, at 2014 med rette kan karakteriseres som endnu et begivenhedsrigt år på den politiske scene – specielt omkring og efter sommeren. Aktiemarkedet (MSCI All Countries) leverede et afkast på over 9 %. Specielt amerikanske aktier hjalp til at trække afkastet opad, mens europæiske aktier leverede omkring 5 %.

Den amerikanske dollar er styrket væsentligt i 2. halvår. Siden maj er euroen faldet med omkring 12 % over for dollaren, og dollaren er tilsvarende steget med næsten 18 % over for yennen. Dollar-styrken har sammen med en lavere vækst i Kina været en medvirkende årsag til, at råvarepriserne er faldet betragteligt i 2014, hvor vi særligt siden sommeren observerede generelt faldende priser – og især inden for olie. Prisfaldene eskalerede i 4. kvartal, hvor oliekartellet OPEC ikke ville sænke produktionen, hvilket betød, at oliepriserne faldt til det laveste niveau i fem år. Andre råvarer endte ligeledes 2014 i de laveste niveauer i årevis, hvor særligt jernmalm blev hårdt ramt. Jernmalm er faldet godt 60 % over de seneste to år. Det har selvsagt ramt blandt andet energi- og råvareselskaber samt de fleste emerging market-økonomier. Derfor virker det næsten også uundgåeligt, at lande som Rusland og Brasilien (blandt andre) vil ende i en recession. Den kinesiske økonomi fortsætter med at skuffe, og landet døjer med overgangen fra ren produktion og eksport til en mere balanceret økonomi. Lande som Indien og Indonesien, som har nettoimport – af særligt olie – står dog til at drage nytte af de lavere priser.

Den globale industriproduktion har generelt holdt sig på en vækst på over 3 % gennem hele året, og det er specielt Europa, som har oplevet en tilbagegang i løbet af det sene efterår. Denne ser dog ud til at blive midlertidig, selvom Europa fortsatte med at levere skuffende øko-

nomisk vækst og blev yderligere ramt af den ukrainske krise og de efterfølgende sanktioner mod Rusland. Det betød, at euroen faldt, ganske som den 10-årige tyske statsobligation faldt til 0,50 %. Det vidner samlet set om pressede finansmarkeder i Europa.

De positive takter for den amerikanske økonomi fortsatte i 2014, og den robuste vækst viste sig blandt andet i form af faldende arbejdsløshed. Alt i alt ser det ud til, at den økonomiske situation i USA er på vej ind i en noget mere normaliseret gænge. Og med ret store prisstigninger på det amerikanske husmarked (og dermed forbedring af husholdningernes friværddi), ser det ud til, at væksten i forbruget kan være sikret i nogle kvartaler endnu.

Obligationsmarkederne

Obligationerne har overraskende fortsat den positive udvikling i 1. halvår 2014, på trods af at renterne allerede ved årets begyndelse befandt sig på lave niveauer. Den amerikanske centralbank (Fed) afsluttede de pengepolitiske lempelser via støtteopkøb (QE) i august og signalerede samtidig, at de lave renter ville normaliseres i midten af 2015. Dette medførte en betydelig styrkelse af dollaren samt højere korte renter og lavere lange renter på amerikanske statsobligationer, også kendt som en såkaldt bull-flattening af rentekurven.

I Europa annoncerede chefen for den europæiske centralbank Mario Draghi efter nye skuffende økonomiske nøgletal, at ECB vil se på muligheden for at påbegynde pengepolitiske lempelser sidst i 2014. Timing og implementeringen af disse blev imidlertid som nævnt udsat, da der på ny opstod politisk krise i Grækenland.

High yield-markedet har været hårdt ramt i specielt det sene efterår. Særligt råvareproducenter har mærket til de lavere råvarepriser samt den generelt forhøjede volatilitet og risikoaversion i oktober og i december. Alene i december er afkast til udløb på Merrill Lynchs Globale High Yield Index steget fra cirka 6,5 % til 7,3 %. Investment grade har i det hele taget klaret sig pænt igennem året og bærer nærmest præg af at opføre sig som substitutter for statsobligationer.

Ser vi på statsobligationer var forventningerne til både lange og mellemlange renter entydige i analytikerkorpsset ved udgangen af 2013. Af de næsten 100 analytikere, som indgav deres forventninger til Bloomberg, forventede ikke en eneste, at renterne skulle falde. Realiteten var imidlertid, at renterne i stort set alle lande er faldet betragteligt fra allerede lave niveauer ved indgangen til 2014. I Tyskland skal man nu helt ud på fem-årige statsobligationer for overhovedet at finde positive renter.

December blev på mange måder den ultimative afslutning på et 2014 i de lave renters tegn, idet renterne fortsatte årets massive fald. Renterne på 5-, 10- og 25-årige danske statsobligationer faldt med henholdsvis 0,05 %, 0,10 % og 0,20 %, og det fik flere realkreditinstitutter til at åbne en 2 % 2047-obligation på årets sidste handelsdag.

De fortsatte rentefald var i 2014 primært drevet af tre faktorer. Dels lægger oliepriskollapset nedadgående pres på den globale inflation - i hvert fald på kort sigt, ligesom rentemarkederne har været kraftigt påvirket af destabiliseringen af den russiske økonomi som følge af såvel sanktioner som faldende energipriser. Slutteligt har det græske valg medvirket til at presse renterne ned.

Forventninger til 2015

Aktiemarkederne

Særligt den amerikanske økonomi har oplevet fremgang, og det samme gør sig gældende for de amerikanske aktiemarkeder, som fortsat befinder sig på høje niveauer. Man kan derfor også godt argumentere for, at det amerikanske aktiemarked efterhånden virker dyrt. I Europa er der stadig udfordringer, men pilen for arbejdsløsheden peger omsider nedad. Den politiske udvikling indikerer imidlertid, at det er op til ECB at stimulere væksten, men den politiske krise i Grækenland påvirker både timing og omfanget af ECB's lempelser, og der er en vis risiko for, at et udvandet og ineffektivt QE-program, på et tidspunkt i 1. kvartal, vil skuffe markedets forventninger. Indirekte kan yderligere vækst i den amerikanske detailhandel - hvilket virker sandsynligt - medvirke til at

hjælpe Europa. I modsatte retning trækker rublens fald og sanktionerne imod Rusland, som også fremadrettet kommer til at have en vis betydning for specielt europæiske virksomheder.

De seneste tillidsindikatorer for forventet vækst i den europæiske økonomi overraskede analytikerkorpsset markant i december, ligesom arbejdsløsheden er faldet med 0,7 % til 10 % over de sidste 12 måneder. Tallet er stadig højt i en historisk kontekst, men bevægelsen kan få markant betydning for både forbrugermønstre og -tillid i eurozonen. Der er derfor begrundet håb om, at Europa kan vende udviklingen allerede i 1. kvartal af 2015. Dog er både Rusland og udviklingen i Grækenland store ubekendte faktorer.

Set i et langsigtet perspektiv og på trods af den generelle markedsfremgang det seneste år findes der generelt stadig selskaber, som er attraktive, når man kigger på deres aktiekurs i forhold til fx indtjeningen eller værdien af deres aktiver, og en del aktier er attraktivt prisfastsat - måske med undtagelse af store dele af det amerikanske marked, som vores afdelinger dog generelt ikke er tungt investeret i. Vi er derfor fortsat af den overbevisning, at vores afdelinger og de dele af markedet, de investerer i, vil skabe et tilfredsstillende afkast for den langsigtede investor.

Obligationsmarkederne

De globale rentemarkeder vil være drevet af flere faktorer i 2015. Olieprisen vil være en stor ubekendt faktor, da den har en dobbelt påvirkning af både vækst og inflation. Samtidig vil den amerikanske centralbanks forventede renteforhøjelse spille ind, da en sådan vil have indflydelse på især de udbredte lavrentestrategier, og slutteligt kan ECB's forventede likviditetsindsprøjtning via yderligere obligationsopkøb påvirke renteniveaet.

Det danske realkreditmarked har også sine helt egne temaer for 2015. Dels kan det blive påvirket af potentielt massive konverteringer som følge af de lave refinansieringsrenter, og realkreditinstitutternes succes med at flytte låntagernes finansiering fra de kortere til de længere løbetider. Slutteligt har nye likviditets- og kapital-

dækningsregler påvirket bankernes investeringsadfærd. Selvom vi forventer, at Nationalbanken holder de korte danske renter i skak, så kan de globale centralbankers adfærd øge udsvingene i de lange renter.

I forhold til råvarepriserne er det meget svært at spå om, hvordan de udvikler sig over de næste måneder, hvor stort set alt kan ske. Vi ser dog flere indikationer på, at industriproduktion for både eurozonen og emerging markets vil bedres, hvilket giver håb om en stabilisering over det kommende halve år. Højere industriproduktion og forbedrede tillidsindikatorer vil alt andet lige medvirke til at stabilisere situationen for både råvarer og high yield-obligationer.

Efter årets afslutning har der været stort pres på den danske krone, hvilket har fået Nationalbanken til at sænke renterne på indlån betydeligt, således at disse nu er negative med 0,75 %. Dette har i årets første måneder løftet kurserne på danske obligationer, men der er stor usikkerhed forbundet med afkastudviklingen for resten af året. Aftager presset på kronen, vil Nationalbanken normalisere renterne, hvilket vil få obligationskurserne til at falde igen.

Udviklingen i 2014

Value Japan er fusioneret med Value Aktier

Afdelingerne Value Japan og Value Aktier blev i juni fusioneret med Value Aktier som den fortsættende afdeling. Baggrunden for fusionen var lav interesse for Value Japan hos investorerne. Det har bl.a. betydet, at afdelingens formue under forvaltning var mindre end forventet, hvilket gjorde det vanskeligt at investere med tilstrækkelig bredde. Bestyrelsen ønskede derfor at udvide investeringsrammerne ved at fusionere afdelingen med afdelingen Value Aktier, som har samme investeringsstrategi, men investerer i aktier i hele verden. Investorer i Value Japan har fået ombyttet deres investeringsbeviser til beviser i Value Aktier den 12. juni 2014.

Value Bonds 2017 Udb. er lukket for nye indskud

Den tidsbegrænsede afdeling Value Bonds 2017 Udb., der blev lanceret i februar lukkede for nye indskud den 31. juli 2014. Den succesfulde afdeling nåede siden sin lancering at tiltrække næsten 400 mio. kr. Afdelingen er en attraktiv mulighed for at investere i et mix af virksomhedsobligationer med kort tid til udløb. Ved at tilpasse løbetiden på de underliggende virksomhedsobligationer i afdelingen vil renterisikoen falde, jo tættere man kommer på december 2017, og afdelingen kan med fordel betragtes som et 'køb og behold'-produkt, som beholdes til december 2017.

Lancering af Value Bonds 2018 Udb.

Den 9. januar 2015 lancerede Sparinvest en ny udbyttebetalende afdeling, Value Bonds 2018 Udb., som efterfølger til Value Bonds 2017 Udb. Den nye afdeling investerer ligeledes i et mix af virksomhedsobligationer og beholdes til december 2018.

Ny afdeling – INDEX Stabile Obligationer

Foreningen udvidede den 3. februar INDEX-familien med en obligationsafdeling, INDEX Stabile Obligationer, der lige som de øvrige indeksafdelinger i Sparinvest INDEX er baseret på en passiv investeringstilgang.

Afdelingen følger en indekseret investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe samme afkast- og risikoprofil som afdelingens sammenligningsindeks. INDEX Stabile Obligationer har lave årlige administrationsomkostninger på 0,25 %, og med en lav rentefølsomhed forventes det, at investorerne sjældent vil opleve store og pludselige kursudsving. Afdelingen er derfor et godt alternativ til selv at investere i individuelle korte obligationer.

Afdelingen er udbyttebetalende og er velgenet til investering af frie midler og pension.

Elektronisk generalforsamling

Den ordinære generalforsamlingen i Investeringsforeningen Sparinvest blev i 2014 for første gang afholdt elektronisk. Overgangen til elektronisk generalforsamling skyldes bl.a., at vi ønsker et bredt funderet investordemokrati, og at man ved en elektronisk afholdelse giver

flest mulige investorer mulighed for at deltage.

Normalt er det kun en meget lille andel af investorerne, der deltager i investeringsforeningens generalforsamlinger, men ved at afholde generalforsamlingerne elektronisk fremadrettet, giver vi alle foreningens 150.000 navnenoterede investorer lige mulighed for at deltage aktivt i den årlige generalforsamling. Samtidig er muligheden for dialog blevet mere fleksibel, da man via en indledende spørgerunde på Investorportalen har flere dage op til generalforsamlingen, hvor man kan stille spørgsmål til bestyrelsen og direktionen, som ligeledes vil blive besvaret via internettet på Investorportalen. Generalforsamlingen i 2015 afholdes ligeledes elektronisk.

Stor opbakning til Sparinvests investormøder

Den elektroniske ordinære generalforsamling blev i foråret suppleret med fire investormøder rundt om i landet. Her kunne investorer i Investeringsforeningen Sparinvest bl.a. blive orienteret om forløbet af generalforsamlingen ved bestyrelsesformand Torben Nielsen. Derudover fortalte direktør Peter Møller Lassen om seneste nyt fra Sparinvest, inden chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl sluttede af med at give sit syn på udviklingen i verdensøkonomien. De fire arrangementer bød ligeledes på et let traktement og tiltrak mere end 2000 investorer, hvilket resulterede i, at vi undervejs måtte flytte det ene arrangement til større lokaler.

Sparinvest INDEX USA Growth årets bedste afdeling 2014

Den passivt forvaltede INDEX USA Growth løb med titlen som årets bedste afdeling 2014 i den årlige opgørelse, som Dansk Aktie Analyse laver for Jyllands-Posten og det digitale erhvervsmedie Finans. I begrundelsen for kåringen lyder det bl.a., at passivt forvaltede afdelinger har væsentligt lavere omkostninger end de aktivt forvaltede afdelinger, og det har ifølge Dansk Aktie Analyse haft stor betydning for den fine placering for Sparinvest INDEX USA Growth, fordi det under de rette omstændigheder kan give en afkastmæssig fordel i forhold til aktivt forvaltede afdelinger.

Samfundsansvar

Sparinvest-koncernen, der rådgiver og administrerer foreningens formue, har fuldendt integrationen af miljømæssige, sociale- og ledelsesmæssige faktorer – de såkaldte ESG-faktorer (Environmental, Social, Governance) – i investeringsprocessen for samtlige aktivklasser. Det betyder, at alle afdelinger i Investeringsforeningen Sparinvest opfylder FN's principper for ansvarlig investering.

Politikken for ansvarlig investering omfatter bl.a. grundig risikoanalyse, stemmeafgivning på generalforsamlinger i de selskaber, der er investeret i og målrettet dialog med selskabernes ledelse – på egen hånd eller i samarbejde med andre aktionærer.

Sparinvest har tilsluttet sig FN's principper for ansvarlig investering, og udarbejder årligt en fremskridtsrapport, der offentliggøres på www.unpri.org, og hvor man kan læse, hvilke initiativer, Sparinvest-koncernen har iværksat i det forgangne år. Vi redegør derfor ikke nærmere om samfundsansvar i nærværende årsrapport for Investeringsforeningen Sparinvest.

Udlodning af udbytte

En del af årets resultat udloddes hvert år til medlemmerne i Investeringsforeningen Sparinvest i henhold til lovgivningen og vores udbyttepolitik. På generalforsamlingen den 8. april 2015 indstiller bestyrelsen, at generalforsamlingen godkender de minimumsudlodninger i Sparinvests afdelinger, som fremgår af nedenstående skema. Udbytteerne udbetales efter generalforsamlingen på baggrund af indtjente renter, udbytter og nettorealiserede gevinster i løbet af 2014. Se side 168.

Investeringspolitik og risikostyring

Det er bestyrelsen, som fastlægger de overordnede rammer for investeringspolitikken. Investeringspolitikken for hver enkelt investeringsafdeling er fastsat i Investeringsforeningen Sparinvests vedtægter og videre uddybet i foreningens fællesprospekt. Investeringspolitikken af-

hænger af afdelingstype og fastlægger en række forskellige krav til afdelingens investeringer. Det kan være f.eks. krav til varighed for obligationsafdelinger.

I det efterfølgende er de finansielle og forretningsmæssige risici for afdelingernes investeringer beskrevet.

Risici samt risikostyring

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

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

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

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra den enkelte investors behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at investor er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være en god idé at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorisonten for investeringen er. Hvis man investerer

Øvre bånd for TE p.a. 2014*	%
INDEX Europa Growth	2,25
INDEX USA Growth	2,25
INDEX Japan Growth	2,25
INDEX Europa Value	2,00
INDEX USA Value	2,00
INDEX Japan Value	2,00
INDEX Europa Small Cap	4,00
INDEX USA Small Cap	4,00
INDEX Japan Small Cap	4,00
INDEX DJSI World	1,20
INDEX Emerging Markets	3,00
INDEX Globale Aktier Min. Risiko	2,00
INDEX OMX C20 Capped	1,00
INDEX Stabile Obligationer	0,30

De målsætninger for tracking error, der er angivet ovenfor, benyttes primært fremadrettet i forbindelse med porteføljekonstruktionen. Selvom en afdelings model-estimerede tracking error fremadrettet er inden for det angivne, er der imidlertid ingen garanti for, at de observerede afvigelser også holder sig inden for de angivne mål.

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast.

Investeringsforeningen Sparinvest er desuden underlagt tilsyn fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt. Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels

at fastlægge sikkerhedsniveauet og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger om de enkelte Sparinvest-afdelinger henvises til det gældende fællesprospekt og Central investorinformation for de enkelte afdelinger. Disse kan downloades fra sparinvest.dk under produktinformationen om den enkelte afdeling.

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

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

Eksponering mod udlandet

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande-/markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold.

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, hvor vi systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens investeringsområde under den enkelte afdelingsberetning.

*Uændret i forhold til 2013

Selskabsspecifikke forhold

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

Emerging markets

Begrebet "emerging markets" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ex. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Disse markeder har ofte større potentielt afkast end de mere udviklede markeder, men er også forbundet med flere risici. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer i emerging markets er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at 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.

Særlige risici ved obligationsafdelingerne Obligationsmarkedet

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

Renterisiko

Renteniveauet 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, vi investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Særlige risici ved aktieafdelingerne

Udsving på aktiemarkedet

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

Risikovillig kapital

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

De afdelingsspecifikke risici, der knytter sig til hver enkel afdeling, kan læses under hver afdelings beretning.

Generalforsamling 8. april 2015

Den ordinære generalforsamling i Investeringsforeningen Sparinvest bliver afholdt onsdag den 8. april 2015. Generalforsamlingen afholdes som en elektronisk generalforsamling, og deltagelse vil alene kunne finde sted via InvestorPortalen. Det vil være muligt at få adgang via foreningens hjemmeside sparinvest.dk.

Forslag til afstemning

Det forventes, at bestyrelsen vil stille forslag om vedtægtsændringer. Indkaldelse med bestyrelsens endelige forslag til vedtagelse på den ordinære generalforsamling forventes at blive offentliggjort den 11. marts 2015.

Valg til bestyrelsen

I overensstemmelse med foreningens vedtægter er alle bestyrelsesmedlemmer på valg hvert år. Genvælg kan finde sted.

Følgende bestyrelsesmedlemmer genopstiller til valg til bestyrelsen på generalforsamlingen:

- Formand, Torben Nielsen
- Benedicte Vibe Christensen
- Peter Reedtz
- Johannes Lund Andersen

Bestyrelsens honorar

Bestyrelsens honorar for arbejdet i Investeringsforeningen Sparinvest udgjorde 1.375.000 kroner (1.306.000 kroner i 2013) i 2014. Som honorar for arbejdet i bestyrelsen i Investeringsforeningen Sparinvest modtager hvert bestyrelsesmedlem 175.000 kroner (166.000 kroner i 2013), næstformanden får et honorar på 275.000 kroner (261.000 kroner i 2013), mens formandens honorar var 400.000 kroner (380.000 kroner i 2013).

Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen Sparinvest med tilhørende afdelinger.

1. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lovgivningens krav og eventuelle krav i vedtægter eller aftale,
2. årsregnskabet giver et retvisende billede af den danske UCITS', og afdelingernes aktiver og passiver og finansielle stilling samt resultatet og
3. ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i den danske UCITS' og disses afdelingers aktiviteter og økonomiske forhold og en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som den danske UCITS, henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Hvidesten, den 27. februar 2015

Direktion Sparinvest S.A.

Peter Møller Lassen

Niels Solon

Henrik Lind-Grønbæk

Richard Jacqué

Bestyrelsen

Torben Nielsen
Formand

Niels S. Vase
Næstformand

Benedicte Vibe Christensen

Peter Reedtz

Johannes Lund Andersen

Linda Nielsen

Den uafhængige revisors erklæringer

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Sparinvest

Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskaberne for de 35 afdelinger i Investeringsforeningen Sparinvest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter for de enkelte afdelinger samt fællesnoter. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

Revisors ansvar og den udførte revision

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

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Udtalelse om ledelsesberetningen

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

København, den 27. februar 2015

Ernst & Young
Godkendt Revisionspartnerselskab

Carsten Collin
Statsautoriseret revisor

Ove Svejstrup
Statsautoriseret revisor

EUROPE

USD

USD

EUR

JPY

GBP

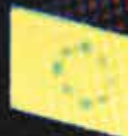
CHF

INR

AUD

BRL

RUB



0.7779

94.4800

0.6598

0.9483

1.0160

0.4136

7.7500

121

0

1

1

1

1

Årsregnskab for afdelinger

Aktiebaserede afdelinger

- 25 Cumulus Value
- 29 Danske Aktier
- 33 Momentum Aktier
- 37 Momentum Aktier Akk.
- 41 Value Aktier
- 45 Value Emerging Markets
- 49 Value Europa
- 53 Value Europa Small Cap
- 57 Value USA

Obligationsbaserede afdelinger

- 61 Bolig
- 65 Emerging Markets Value
Virksomhedsobligationer
- 69 High Yield Value Bonds Udb.
- 73 Indeksobligationer
- 77 Investment Grade Value Bonds Udb.
- All Countries
- 81 Korte Obligationer
- 85 Lange Obligationer
- 89 Mellemlange Obligationer
- 93 Nye Obligationsmarkeder
- 97 Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta
- 101 Value Bonds 2016 Udb.
- 105 Value Bonds 2017 Udb.

Indeksbaserede afdelinger

- 109 INDEX Dow Jones Sustainability
World
- 113 INDEX Emerging Markets
- 117 INDEX Europa Growth
- 121 INDEX Europa Small Cap
- 125 INDEX Europa Value
- 129 INDEX Globale Aktier Min. Risiko
- 133 INDEX Japan Growth
- 137 INDEX Japan Small Cap
- 141 INDEX Japan Value
- 145 INDEX OMX C20 Capped
- 149 INDEX Stabile Obligationer
- 153 INDEX USA Growth
- 157 INDEX USA Small Cap
- 161 INDEX USA Value

Cumulus Value

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	01.09.1975
Investeringskoncept:	Value-aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1001477
Risikoklasse:	5

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i aktier i hele verden, særligt amerikanske, europæiske, japanske, andre østasiatiske, australske samt new zealandske aktier. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer. Markedsudvælgelsen foretages ud fra metoden value-investering, hvilket vil sige, at der efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælges de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsmetoden value giver lav risiko for permanent tab af kapital i selskaberne og samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 4,97 %, mens benchmark steg med 19,27 %. Afkastet har ikke levet op til de forventninger, der blev udmeldt i årsrapporten for 2013 og var således skuffende i både absolutte og relative termer, da det er målsætningen at slå benchmark.

Mens året startede positivt, dækker særligt 2. halvår over en rigtig kedelig periode, hvor afdelingen underperformede i 3. kvartal og 4. kvartal i forhold til benchmark. Denne underperformance var i høj grad drevet af en manglende eksponering til US-dollar og store amerikanske aktier generelt i forhold til benchmark. Dette forhold alene kan tilskrives 70 % af afdelingens underperformance i 2014. Set i bakspejlet skulle afdelingen have haft en større US-dollar eksponering, men på den anden side vurderedes det, at det amerikanske aktiemarked var meget tæt på at være fuldt prisfestsat, og at USA var den dyreste af regionerne ved indgangen til 2. halvår 2014. Hvis man ser på udviklingen mellem små og store aktier samt value og vækst i det amerikanske marked i 2. halvår 2014, vil man se markante forskelle i afkast til fordel for de største aktier og vækstaktier, som netop er de segmenter, som det traditionelt er svært at finde value-investeringer i, og vi har desværre set samme kedelige udvikling i Europa og Japan. Når den gennemsnitlige markedsværdi i afdelingen er cirka 1/3 af benchmarks og med den beskrevne markedsudvikling vil dette selvfølgelig være en kilde til underperformance i sådanne scenarier. Omvendt åbner det seneste halvårs udvikling op for nye muligheder for at finde nye fremtidige investeringer i USA.

På mange måder minder det om udviklingen, vi så i 2011, hvor europæiske aktiver blev betragtet som "det værste onde" uden fokus på fundamentale forhold omkring virksomhederne, og hvor disse genererer deres indtjening. Ved indgangen til 2. halvår 2014 vurderedes det således, at prissætningen på tilsvarende virksomheder i Europa i forhold til USA i afdelingens univers var mere attraktiv, hvilket igen var årsag til en stor del af afdelingens underperformance. Der er selvfølgelig en risiko for, at den europæiske økonomi vil forværres, før vi vil se en bedring.

Det japanske aktiemarked underperformede også i forhold til det amerikanske og har således medvirket til at trække i den forkerte retning. Omvendt har vi set en meget stærk underlæggende udvikling i mange af afdelingens japanske investeringer med markant vækst i indtjeningen, mere aktionærvenlig attitude med fokus på nedbringelse af overkapitalisering, øgede udbytter og M&A aktivitet.

Afdelingsspecifikke risici

Ved udgangen af 1. halvår 2014 var afdelingens største investeringsområder Europa og Japan. Det betyder, at den økonomiske og politiske udvikling i disse regioner vil have særlig stor betydning for investorenes fremtidige afkast. Især vil EU, euroen og forholdene i regionen have indflydelse på afkastet. En risikofaktor ved investeringsstilen value er, når det langsigtede perspektiv fraviges til fordel for et kortere. Analyser viser, at value-investering over tid giver højere afkast end andre strategier, men der vil være perioder, hvor strategien giver lavere afkast. I sådanne perioder er markedet ofte primært drevet af makrospecifikke forhold frem for selskabsspecifikke forhold som virksomhedernes indtjening.

Forventninger

Afdelingen er fortsat attraktivt prissat og handler med betydelig rabat til det overordnede marked. Med de nuværende aktiekurser er det klart, at aktieinvestorer ikke har den samme beskyttelse i form af et billigt aktiemarked – beskyttelse der kunne værne mod geopolitisk risiko eller makro-overraskelser, dog har vi set et set-back i vores segment i 2. halvår. Det er selvfølgelig en naturlig afspejling af den forbedring, man har set i økonomien, og som altid skal man se aktiemarkedet i forhold til de alternative investeringsmuligheder, man har til rådighed, og her er risikoen steget tilsvarende. For en langsigtet investor er potentialet i aktier fortsat tiltalende – for value-aktier i særdeleshed. Vi forventer, at afdelingen opnår et positivt afkast i 2015. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og derfor er det højest sandsynligt, at afkastet vil blive forskelligt fra benchmark.

Cumulus Value

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	39	1
Udbytter	17.775	13.893
I alt renter og udbytter	17.814	13.894
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	26.824	125.196
Valutakonti	322	-1.155
Handelsomkostninger	393	197
I alt kursgevinster og -tab	26.753	123.844
I alt nettoindtægter	44.567	137.738
3 Administrationsomkostninger	11.940	10.778
Resultat før skat	32.627	126.960
4 Skat	1.558	1.151
Årets nettoresultat	31.069	125.809
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-971	124
Overført fra sidste år	203	179
I alt formuebevægelser	-768	303
Til disposition	30.301	126.112
Til rådighed for udlodning	33.739	7.229
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	33.371	7.026
Overført til næste år	368	203
Overført til formuen	-3.438	118.883

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	19.264	12.220
Likvider	19.264	12.220
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	27.096	26.772
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	574.926	584.929
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	6.874	4.787
Kapitalandele	608.896	616.488
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	576	305
Andre tilgodehavender	1	103
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	705	0
Aktuelle skatteaktiver	729	1.506
Andre aktiver	2.011	1.914
Aktiver	630.171	630.622
Passiver		
7 Medlemmernes formue	629.367	630.537
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	99	85
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	705	0
Anden gæld	804	85
Passiver	630.171	630.622

Cumulus Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	3	1	Udlodning overført fra sidste år	203	179
Øvrige indtægter	36	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-10.866
Renteindtægter	39	1	Renter og udbytter	18.312	14.457
I alt renter (netto)	39	1	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-1.558	-1.151
Udbytter			Kursgevinst til udlodning	29.694	15.264
Noterede aktier fra danske selskaber	508	328	Udlodningsregulering af indkomst	-1.297	137
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.762	12.892	I alt Indkomst	45.354	18.020
Unoterede kapitalandele danske selskaber	505	673	Administrationsomkostninger til modregning	-11.940	-10.778
Udbytte	17.775	13.893	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	326	-13
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-11.614	-10.791
Noterede aktier fra danske selskaber	6.022	7.159	I alt til rådighed for udlodning brutto	33.739	7.229
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	19.492	118.716	I alt til rådighed for udlodning netto	33.739	7.229
Unoterede kapitalandele danske selskaber	1.310	-679	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Kapitalandele	26.824	125.196	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Valutakonti	322	-1.155	Sektorfordeling		
Handelsomkostninger			Energi	9,79	13,34
Bruttohandelsomkostninger	451	232	Finans	16,73	13,68
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	58	35	Forbrugsgoder	23,56	21,92
Handelsomkostninger	393	197	Industri	14,04	15,12
I alt kursgevinster og -tab	26.753	123.844	IT	9,60	11,37
3 Administrationsomkostninger			Konsumentvarer	8,27	8,41
Fast administrationshonorar	11.940	10.777	likvider m.m.	3,24	2,23
Administrationsomkostninger - fælles	11.940	10.777	Materialer	10,16	11,17
Gebyrer til depotselskab	0	1	Sundhedspleje	1,94	0,91
Administrationsomkostninger - direkte	0	1	Telekommunikation	2,65	1,85
Administrationsomkostninger	11.940	10.778	Geografisk fordeling		
4 Skat			Danmark	5,40	5,01
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	1.558	1.151	Fjernøsten ex. Japan	4,73	5,43
Skat	1.558	1.151	Japan	22,94	23,31
			likvider m.m.	3,24	2,23
			Nordamerika	19,44	16,70
			Nordeuropa	23,38	26,37
			Skandinavien	2,96	4,28
			Storbritannien	10,56	8,21
			Sydeuropa	7,35	8,48

Cumulus Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	413.276	630.537	416.520	515.980	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-7.026		-7.289	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		68		78	
Emissioner i perioden	1.802	2.823	5.431	7.685	
Indløsninger i perioden	-17.800	-28.148	-8.675	-11.749	
Emissionstillæg		5		10	
Indløsningsfradrag		39		13	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		971		-124	
Overført til udlodning fra sidste år		-203		-179	
Overført til udlodning næste år		368		203	
Foreslået udlodning		33.371		7.026	
Overført fra resultatopgørelsen		-3.438		118.883	
Medlemmernes formue (ultimo)	397.278	629.367	413.276	630.537	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	4,97	24,79	11,92	-18,14	26,95
Benchmarkafkast i %	19,27	21,19	14,49	-2,64	19,71
Indre værdi pr. andel	158,42	152,57	123,88	110,69	136,49
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	31.069	125.809	61.164	-206.402	235.498
Årets udlodning pr. andel i kr.	8,40	1,70	1,75	0,00	1,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	397.278	413.276	416.520	492.920	807.579
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	629.367	630.537	515.980	545.601	1.102.271
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	11.940	10.778	10.056	17.858	18.285
ÅOP	2,26	2,23	2,23	2,22	2,22
Omsætningshastighed	0,16	0,16	0,10	0,10	0,16
Skattekurs	157,94	152,23	123,39	110,34	138,72
Sharpe Ratio Benchmark	1,44				
Sharpe Ratio Afdeling	0,71				
Volatilitet Benchmark i %	8,70				
Volatilitet Afdeling i %	11,06				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		602.022	95,7	611.701	97,0
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		26.138	4,2	17.007	2,7
Andre aktiver / Anden gæld		1.207	0,2	1.829	0,3

■ Danske Aktier

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	01.04.1985
Investeringskoncept:	Kvant aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1006800
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i danske aktier. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer. Afdelingens strategi går ud på at investere i aktier efter en kombineret value- og momentumstrategi. Dermed investeres i selskaber, som er billige målt på kurs/indre værdi (value) samt selskaber, som i de seneste 12 måneder har haft et afkast, som er højere end afkastet i sammenligningsindekset (momentum).

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 13,04 %, mens benchmark steg med 17,22 %. Afdelingens afkast var som forventet positivt, men lavere end benchmark. Porteføljen er kraftigt undervægtet i sektoren Healthcare, da denne sektor i Danmark i øjeblikket ikke er attraktiv ud fra en value-tilgang. Denne undervægt har igennem hele året kostet betydeligt, således over 2 %. Afdelingens sektor-allokering har i det hele taget kostet ca. 3 %, hvilket er voldsomt. Et af lyspunkterne i 2014 var RTX A/S som mere end fordoblede deres markedsværdi og dermed gavnede afdelingen med 1,5 %. RTX A/S, har udviklet sig til at være en momentum-aktie mere end en value-aktie. Momentum har været den eneste attraktive investeringsstil i 2014. Afdelingens value og small cap eksponering har kostet porteføljen henholdsvis 2,5 % og 1,5 %, hvilket også er markant.

Afkastet er samlet set ikke tilfredsstillende, set i forhold til benchmark.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen vil typisk have en stor allokering til fx small cap-aktier, da de er blandt de aktier, der historisk har vist den største momentum- og value-effekt.

Da det danske aktiemarked er kendetegnet ved få likvide large cap-aktier og mange illikvide small-cap aktier, vil en stor del af porteføljen blive eksponeret mod det illikvide segment. Dog er der i den løbende porteføljevaltning indlagt rammer for, hvor stor en andel der kan allokeres til dette segment. Det illikvide segment kan i perioder afvige markant afkastmæssigt fra det likvide segment.

Samlet set er det danske aktiemarked lille, og man skal forvente en højere risiko for danske aktier end for MSCI World. Denne højere risiko bliver man kun i mindre grad kompenseret for, og man bør derfor diversificere risikoen væk ved også at investere i andre aktiemarkeder.

Det vurderes, at afdelingens strategi vil klare sig bedst i stabile perioder, hvor selskabsspecifik information er den primære drivkraft for prisdannelsen i markedet. Omvendt er strategien mindre robust i perioder, hvor makrospecifik information driver markedet.

Forventninger

Porteføljen er i øjeblikket rigtigt godt eksponeret mod de tre strategier, value, momentum og små aktier. Vi har mest tillid til, at det er value og de små aktier, som skal bidrage til afkastet i 2015. Specielt bør afkastet på de små aktier blive attraktivt efter en periode med moderate afkast. Danske aktier har gennem lang tid givet et meget højt afkast, og fremadrettet må man forvente et lidt lavere afkast. Dog forventes et positivt afkast for 2015.

Det danske aktiemarked er lille og følsomt. Derfor forventes det, at aktieudsvingene i Danmark bliver højere end i verden generelt.

Danske Aktier

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	31	9
Udbytter	14.190	11.857
I alt renter og udbytter	14.221	11.866
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	74.531	198.869
Valutakonti	-1	0
Handelsomkostninger	372	319
I alt kursgevinster og -tab	74.158	198.550
I alt nettoindtægter	88.379	210.416
3 Administrationsomkostninger	9.593	9.877
Resultat før skat	78.786	200.539
4 Skat	2.333	305
Årets nettoresultat	81.119	200.234
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-8.100	-6.066
Overført fra sidste år	41	425
I alt formuebevægelser	-8.059	-5.641
Til disposition	73.060	194.593
Til rådighed for udlodning	90.109	104.518
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	90.063	104.477
Overført til næste år	46	41
Overført til formuen	-17.049	90.075

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	6.816	15.491
Likvider	6.816	15.491
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	532.924	624.453
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.124	31.899
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	6.301	6.538
Kapitalandele	560.349	662.890
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	4
Afledte finansielle instrumenter	0	4
Andre aktiver		
Andre tilgodehavender	115	280
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	258	3.986
Aktuelle skatteaktiver	0	8
Andre aktiver	373	4.274
Aktiver	567.538	682.659
Passiver		
7 Medlemmernes formue	565.923	678.732
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	554	323
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.061	3.604
Anden gæld	1.615	3.927
Passiver	567.538	682.659

Danske Aktier

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	6	-1	Udlodning overført fra sidste år	41	425
Øvrige indtægter	25	10	Renter og udbytter	14.221	11.998
Renteindtægter	31	9	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	2.333	-305
I alt renter (netto)	31	9	Kursgevinst til udlodning	91.206	108.343
Udbytter			Udlodningsregulering af indkomst	-8.859	-6.707
Noterede aktier fra danske selskaber	10.879	10.319	I alt Indkomst	98.942	113.754
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.622	619	Administrationsomkostninger til modregning	-9.593	-9.877
Unoterede kapitalandele danske selskaber	689	919	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	759	641
Udbytte	14.190	11.857	I alt administrationsomkostninger	-8.834	-9.236
2 Kursgevinster og -tab			I alt til rådighed for udlodning brutto	90.109	104.518
Noterede aktier fra danske selskaber	72.810	194.148	I alt til rådighed for udlodning netto	90.109	104.518
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-2.183	5.648	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Unoterede kapitalandele danske selskaber	3.904	-927	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Kapitalandele	74.531	198.869	Sektorfordeling		
Valutakonti	-1	0	Finans	32,37	29,10
Handelsomkostninger			Forbrugsgoder	7,14	5,41
Bruttohandelsomkostninger	511	478	Forsyning	0,43	0,58
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	139	159	Industri	37,65	36,75
Handelsomkostninger	372	319	IT	2,93	2,38
I alt kursgevinster og -tab	74.158	198.550	Konsumentvarer	10,60	12,78
3 Administrationsomkostninger			likvider m.m.	0,98	1,03
Fast administrationshonorar	9.593	9.877	Materialer	2,81	3,40
Administrationsomkostninger - fælles	9.593	9.877	Sundhedspleje	3,13	3,94
Administrationsomkostninger	9.593	9.877	Telekommunikation	1,96	4,63
4 Skat			Geografisk fordeling		
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	2.333	305	Danmark	95,28	94,27
Skat	2.333	305	likvider m.m.	0,98	1,03
			Skandinavien	3,73	4,70

Danske Aktier

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	233.207	678.732	267.835	606.831	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-104.477		-42.184	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		4.041		1.816	
Emissioner i perioden	2.650	7.298	1.001	2.442	
Indløsninger i perioden	-35.270	-100.910	-35.629	-90.418	
Indløsningsfradrag		120		11	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		8.100		6.066	
Overført til udlodning fra sidste år		-41		-425	
Overført til udlodning næste år		46		41	
Foreslået udlodning		90.063		104.477	
Overført fra resultatopgørelsen		-17.049		90.075	
Medlemmernes formue (ultimo)	200.587	565.923	233.207	678.732	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	13,04	36,98	21,79	-21,26	33,87
Benchmarkafkast i %	17,22	38,30	23,81	-19,61	35,91
Indre værdi pr. andel	282,13	291,04	226,57	216,22	278,80
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	81.119	200.234	129.539	-185.572	102.283
Årets udlodning pr. andel i kr.	44,90	44,80	15,75	34,25	4,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	200.587	233.207	267.835	298.525	148.956
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	565.923	678.732	606.831	645.468	415.284
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,55	1,56	1,55	1,55	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	9.593	9.877	9.686	7.048	1.761
ÅOP	1,92	1,89	1,95	1,90	0,59
Omsætningshastighed	0,13	0,25	0,16	0,63	0,18
Skattekurs	283,10	291,14	226,80	217,00	280,55
Sharpe Ratio Benchmark	1,10				
Sharpe Ratio Afdeling	0,96				
Volatilitet Benchmark i %	13,68				
Volatilitet Afdeling i %	13,77				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		554.048	97,9	656.352	96,7
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		13.117	2,3	22.033	3,2
Andre aktiver / Anden gæld		-1.242	-0,2	347	0,1

■ Momentum Aktier

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	21.04.2005
Investeringskoncept:	Kvant aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1031112
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i aktier fra hele verden.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 14,35 %, mens benchmark steg med 19,27%. Afdelingens afkast var således som forventet positivt, men dårligere end benchmark. Afdelingens investeringer i Europa har gjort det rigtig godt med over 18 % i afkast, hvilket er 12 % over det samlede europæiske aktiemarked. Men de amerikanske aktier har klaret sig dårligt, på trods af at selskaberne bliver ved med at overraske massivt. Næsten 80 % af afdelingens aktier har overrasket analytikerne. Desværre er det globale temaer, der begynder at sætte dagsordenen, og det gælder ikke mindst udviklingen i olieprisen. De fleste aktier er eksponeret mod olien og konsekvenserne af en prisændring. Det betyder, at det ikke er de selskabsspecifikke informationer, der præger kursfastsættelsen. Derfor er momentum-strategier hårdt ramt i 2. halvår af 2014. Konsekvensen er en stor påvirkning fra sektor-allokeringen. Alene vores sektoreksponering har kostet 2 % i forhold til benchmark. Generelt har det været et svært år for aktive forvaltere, eftersom højrisikoaktier og små aktier ikke har gjort det så godt. Eksempelvis har det univers, afdelingen investerer i, givet et afkast på niveau med afdelingen. Afdelingen har et afkast, som er 2 % højere end konkurrerende afdelinger i samme kategori (ifølge Morningstars opgørelser).

Afkastet er samlet set dog ikke tilfredsstillende, og ikke på niveau med vores forventninger til afdelingen.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen vil typisk have en stor allokering til fx small cap-aktier, da de er blandt de aktier, der historisk har vist den største momentum- og value-effekt. Angående risikostyring vil der i den løbende porteføljepleje, såfremt det er muligt, blive prioriteret aktier, som kan bidrage til diversifikation af porteføljen.

Porteføljen kan investere uden for benchmark. Aktier fra lande som Kina og Brasilien kan derfor indgå i porteføljen.

De udvalgte aktier er ydermere udvalgt pga. af deres seneste observerede indtjeningstal, hvor gode indtjeningstal vægtes højt. I perioder hvor markedet bliver nervøst for lavere vækst, vil denne type aktier typisk blive ramt hårdere end andre aktier.

Det vurderes, at denne strategi vil klare sig bedst i stabile perioder, hvor selskabsspecifik information er den primære drivkraft for prisdannelsen i markedet. Omvendt er strategien mindre robust i perioder hvor makrospecifik information driver markedet.

Forventninger

Afdelingen har de foregående år leveret gode afkast, mens 2014 skuffede. De seneste måneders turbulens på oliemarkedet er ikke en fordel for strategien. Olieprisen påvirker i den grad stort set samtlige aktier i markedet, enten direkte eller indirekte. En så markant ekstern faktor er ved årets start en betydelig risikofaktor for, om strategien vil gøre det godt i 2015 eller ej. Skal olien stige voldsomt, ser vi gerne, at den gør det hurtigt, da vores portefølje ellers vil være tilpasset det lavere prisniveau.

Vi forventer, at markedet generelt vil levere afkast i størrelsesorden 8 %, men at afdelingen vil give et afkast på ca. 10 %.

Momentum Aktier

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	5	2
Udbytter	9.968	10.408
I alt renter og udbytter	9.973	10.410
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	87.160	124.991
Valutakonti	272	-1.177
Handelsomkostninger	1.904	1.209
I alt kursgevinster og -tab	85.528	122.605
I alt nettoindtægter	95.501	133.015
3 Administrationsomkostninger	11.482	10.596
Resultat før skat	84.019	122.419
4 Skat	1.271	1.398
Årets nettoresultat	82.748	121.021
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-1.837	16.073
Overført fra sidste år	-34.571	265
I alt formuebevægelser	-36.408	16.338
Til disposition	46.340	137.359
Til rådighed for udlodning	57.908	-34.571
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	57.900	0
Overført til næste år	8	-34.571
Overført til formuen	-11.568	171.930

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	6.653	10.084
Likvider	6.653	10.084
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	11.291	8.849
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	600.537	617.684
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	6.516	4.406
Kapitalandele	618.344	630.939
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	424	486
Andre tilgodehavender	0	13
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7.207	0
Aktuelle skatteaktiver	375	575
Andre aktiver	8.006	1.074
Aktiver	633.003	642.097
Passiver		
7 Medlemmernes formue	627.628	639.968
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	29	10
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5.346	2.119
Anden gæld	5.375	2.129
Passiver	633.003	642.097

Momentum Aktier

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	5	2	Udlodning overført fra sidste år	-34.571	265
Renteindtægter	5	2	Fremførte tab fra sidste år	0	-139.449
I alt renter (netto)	5	2	Renter og udbytter	10.072	11.444
Udbytter			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-1.271	-1.538
Noterede aktier fra danske selskaber	186	59	Kursgevinst til udlodning	96.996	79.587
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.317	9.730	Udlodningsregulering af indkomst	-2.708	15.122
Unoterede kapitalandele danske selskaber	465	619	I alt Indkomst	68.518	-34.569
Udbytte	9.968	10.408	Administrationsomkostninger til modregning	-11.482	-11.931
2 Kursgevinster og -tab			Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	871	951
Noterede aktier fra danske selskaber	5.945	2.877	I alt administrationsomkostninger	-10.611	-10.980
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	78.586	122.739	I alt til rådighed for udlodning brutto	57.908	-45.551
Unoterede kapitalandele danske selskaber	2.629	-625	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	0	10.980
Kapitalandele	87.160	124.991	I alt til rådighed for udlodning netto	57.908	-34.571
Valutakonti	272	-1.177	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Handelsomkostninger			Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	2.032	1.331	Sektorfordeling		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	128	122	Energi	6,24	0,93
Handelsomkostninger	1.904	1.209	Finans	14,65	21,46
I alt kursgevinster og -tab	85.528	122.605	Forbrugsgoder	17,16	28,55
3 Administrationsomkostninger			Forsyning	2,88	2,92
Fast administrationshonorar	11.479	10.594	Industri	19,72	17,82
Administrationsomkostninger - fælles	11.479	10.594	IT	14,33	8,27
Gebyrer til depotselskab	3	2	Konsumentvarer	6,57	6,77
Administrationsomkostninger - direkte	3	2	likvider m.m.	1,47	1,41
Administrationsomkostninger	11.482	10.596	Materialer	5,85	2,69
4 Skat			Sundhedspleje	8,03	9,07
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	1.271	1.398	Telekommunikation	3,10	0,10
Skat	1.271	1.398	Geografisk fordeling		
			Danmark	2,84	2,07
			Fjernøsten ex. Japan	4,65	1,22
			Japan	1,76	7,21
			likvider m.m.	1,47	1,41
			Mellemøsten & Afrika	0,49	0,00
			Nordamerika	65,91	73,82
			Nordeuropa	8,92	2,32
			Skandinavien	5,30	2,77
			Storbritannien	2,97	6,42
			Sydamerika	0,50	0,29
			Sydeuropa	5,13	2,46
			Østeuropa	0,06	0,00

Momentum Aktier

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	540.104	639.968	510.781	485.445	
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)		0	94.988	105.735	
Indløsninger i perioden	-76.900	-95.221	-65.665	-72.341	
Indløsningsfradrag		133		108	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		1.837		-16.073	
Overført til udlodning fra sidste år		34.571		-265	
Overført til udlodning næste år		8		-34.571	
Foreslået udlodning		57.900		0	
Overført fra resultatopgørelsen		-11.568		171.930	
Medlemmernes formue (ultimo)	463.204	627.628	540.104	639.968	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	14,35	24,67	15,48	-5,43	6,27
Benchmarkafkast i %	19,27	21,19	14,49	-2,64	
Indre værdi pr. andel	135,50	118,49	95,04	84,07	90,63
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	82.748	121.021	72.301	-29.162	42.980
Årets udlodning pr. andel i kr.	12,50	0,00	0,00	2,00	1,75
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	463.204	540.104	510.781	570.033	734.337
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	627.628	639.968	485.445	479.204	665.560
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,85	1,86	1,86	1,85	1,77
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	11.482	10.596	9.413	10.253	12.875
ÅOP	2,48	2,40	2,66	2,42	2,32
Omsætningshastighed	1,15	1,28	1,17	0,88	0,16
Skattekurs	136,00	117,97	93,38	84,34	91,36
Sharpe Ratio Benchmark	1,44				
Sharpe Ratio Afdeling	0,93				
Volatilitet Benchmark i %	8,70				
Volatilitet Afdeling i %	10,22				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		611.828	97,5	626.533	97,9
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		13.169	2,1	14.490	2,3
Andre aktiver / Anden gæld		2.631	0,4	-1.055	-0,2

■ Momentum Aktier Akk.

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	10.11.2005
Investeringskoncept:	Kvant aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Akkumulerende
Fondskode:	6001289
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i aktier fra hele verden og er akkumulerende.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 13,56 %, mens benchmark steg med 19,27 %. Afdelingens afkast var således som forventet positivt, men dårligere end benchmark. Afdelingens investeringer i Europa har gjort det rigtig godt med over 18 % i afkast, hvilket er 12 % over det samlede europæiske aktiemarked. Men afdelingens amerikanske aktier har klaret sig dårligt, på trods af at selskaberne bliver ved med at overraske massivt. Næsten 80 % af vores aktier har overrasket analytikerne. Desværre er der globale temaer, der begynder at sætte dagsordenen, og det gælder ikke mindst udviklingen i olieprisen. De fleste aktier er eksponeret mod olien og konsekvenserne af en prisændring. Det betyder, at det ikke er de selskabsspecifikke informationer, der præger kursfastsættelsen. Derfor er momentum-strategier hårdt ramt i 2. halvår af 2014. Konsekvensen er en stor påvirkning fra sektor-allokeringen. Alene vores sektoreksponering har kostet 2 % i forhold til benchmark. Generelt har det været et svært år for aktive forvaltere, eftersom højrisikoaktier og små aktier ikke har gjort det så godt. Eksempelvis har det univers, vi investerer i, givet et afkast på niveau med afdelingen. Afdelingen har et afkast, som er 2 % højere end konkurrerende afdelinger i samme kategori (ifølge Morningstars opgørelser).

Afkastet er samlet set dog ikke tilfredsstillende, og ikke på niveau med vores forventninger til afdelingen.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen vil typisk have en stor allokering til fx small cap-aktier, da de er blandt de aktier, der historisk har vist den største momentum- og value-effekt. Angående risikostyring vil der i den løbende porteføljepleje, såfremt det er muligt, blive prioriteret aktier, som kan bidrage til diversifikation af porteføljen.

Porteføljen kan investere uden for benchmark. Aktier fra lande som Kina og Brasilien kan derfor indgå i porteføljen.

De udvalgte aktier er ydermere udvalgt pga. af deres seneste observerede indtjeningstal, hvor gode indtjeningstal vægtes højt. I perioder hvor markedet bliver nervøst for lavere vækst, vil denne type aktier typisk blive ramt hårdere end andre aktier.

Det vurderes, at denne strategi vil klare sig bedst i stabile perioder, hvor selskabsspecifik information er den primære drivkraft for prisdannelsen i markedet. Omvendt er strategien mindre robust i perioder hvor makrospecifik information driver markedet.

Forventninger

Afdelingen har de foregående år leveret gode afkast, mens 2014 skuffede. De seneste måneders turbulens på oliemarkedet er ikke en fordel for strategien. Olieprisen påvirker i den grad stort set samtlige aktier i markedet, enten direkte eller indirekte. En så markant ekstern faktor er ved årets start en betydelig risikofaktor for, om strategien vil gøre det godt i 2015 eller ej. Skal olien stige voldsomt, ser vi gerne, at den gør det hurtigt, da vores portefølje ellers vil være tilpasset det lavere prisniveau.

Vi forventer, at markedet generelt vil levere afkast i størrelsesorden 8 %, men at afdelingen vil give et afkast på ca. 10 %.

Momentum Aktier Akk.

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	1	0
Udbytter	1.579	1.588
I alt renter og udbytter	1.580	1.588
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	13.836	19.323
Valutakonti	-140	-197
Handelsomkostninger	303	178
I alt kursgevinster og -tab	13.393	18.948
I alt nettoindtægter	14.973	20.536
3 Administrationsomkostninger	1.916	1.607
Resultat før skat	13.057	18.929
4 Skat	196	223
Årets nettoresultat	12.861	18.706

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.310	1.760
Likvider	1.310	1.760
5 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	2.659	1.140
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	140.444	80.747
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	922	639
Kapitalandele	144.025	82.526
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	105	63
Andre tilgodehavender	2	79
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.288	0
Aktuelle skatteaktiver	59	104
Andre aktiver	1.454	246
Aktiver	146.789	84.532
Passiver		
6 Medlemmernes formue	145.685	84.255
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	5	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.099	277
Anden gæld	1.104	277
Passiver	146.789	84.532

Momentum Aktier Akk.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5		
Indestående i depotselskab	1	0	Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Renteindtægter	1	0	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
I alt renter (netto)	1	0	Sektorfordeling		
Udbytter			Energi	6,21	0,86
Noterede aktier fra danske selskaber	24	9	Finans	15,96	22,00
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.488	1.489	Forbrugsgoder	17,75	27,48
Unoterede kapitalandele danske selskaber	67	90	Forsyning	2,47	2,75
Udbytte	1.579	1.588	Industri	18,45	17,69
2 Kursgevinster og -tab			IT	13,95	8,23
Noterede aktier fra danske selskaber	905	392	Konsumentvarer	5,80	6,81
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.550	19.022	likvider m.m.	1,14	1,97
Unoterede kapitalandele danske selskaber	381	-91	Materialer	6,30	2,58
Kapitalandele	13.836	19.323	Sundhedspleje	9,18	9,63
Valutakonti	-140	-197	Telekommunikation	2,79	0,00
Handelsomkostninger			Geografisk fordeling		
Bruttohandelsomkostninger	383	217	Danmark	2,46	2,11
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	80	39	Fjernøsten ex. Japan	4,20	1,07
Handelsomkostninger	303	178	Japan	1,37	7,53
I alt kursgevinster og -tab	13.393	18.948	likvider m.m.	1,14	1,97
3 Administrationsomkostninger			Mellemøsten og Afrika	0,28	0,00
Fast administrationshonorar	1.916	1.532	Nordamerika	68,05	73,14
Administrationsomkostninger - fælles	1.916	1.532	Nordeuropa	9,53	2,51
Gebyrer til depotselskab	0	75	Skandinavien	4,23	2,78
Administrationsomkostninger - direkte	0	75	Storbritannien	2,87	6,28
Administrationsomkostninger	1.916	1.607	Sydamerika	0,40	0,28
4 Skat			Sydeuropa	5,44	2,33
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	196	223	Østeuropa	0,05	0,00
Skat	196	223			

Momentum Aktier Akk.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
6 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	67.354	84.255	77.194	77.274	
Emissioner i perioden	37.700	51.568	5.160	5.845	
Indløsninger i perioden	-2.500	-3.087	-15.000	-17.672	
Emissionstillæg		85		71	
Indløsningsfradrag		3		31	
Overført fra resultatopgørelsen		12.861		18.706	
Medlemmernes formue (ultimo)	102.554	145.685	67.354	84.255	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	13,56	24,96	14,98	-6,69	6,05
Benchmarkafkast i %	19,27	21,19	14,49	-2,64	
Indre værdi pr. andel	142,06	125,09	100,10	87,06	93,30
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	12.861	18.706	10.658	-13.072	9.288
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	102.554	67.354	77.194	83.334	186.922
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	145.685	84.255	77.274	72.550	174.405
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,85	1,86	1,86	1,85	1,77
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.916	1.607	1.445	2.351	3.207
ÅOP	2,46	2,40	2,74	2,43	2,33
Omsætningshastighed	1,01	0,94	1,15	0,95	0,16
Skattekurs	144,00	125,00	98,45	87,55	93,60
Sharpe Ratio Benchmark	1,44				
Sharpe Ratio Afdeling	0,87				
Volatilitet Benchmark i %	8,70				
Volatilitet Afdeling i %	10,39				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		143.103	98,7	81.887	97,2
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		2.232	1,5	2.399	2,8
Andre aktiver / Anden gæld		350	0,2	-31	0,0

■ Value Aktier

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	30.04.1986
Investeringskoncept:	Value-aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1007963
Risikoklasse:	5

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i aktier i hele verden, særligt amerikanske, europæiske, japanske, andre østasiatiske, australske samt new zealandske aktier. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer. Selskabsudvælgelsen foretages ud fra metoden value-investering, hvilket vil sige, at der efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælges de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsmetoden value giver lav risiko for permanent tab af kapital i selskaberne og samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,12 %, mens benchmark steg med 19,27 %. Afkastet har ikke levet op til de forventninger, der blev udmeldt i årsrapporten for 2013 og var således skuffende i både absolutte og relative termer, da det er afdelingens målsætning at slå benchmark.

Mens året startede positivt, dækker særligt 2. halvår over en rigtig kedelig periode, hvor afdelingen underperformede i 3. kvartal og 4. kvartal i forhold til benchmark. Denne underperformance var i høj grad drevet af en manglende eksponering til US-dollar og store amerikanske aktier generelt i forhold til benchmark. Dette forhold alene kan tilskrives 70 % af afdelingens underperformance i 2014. Set i bakspejlet skulle afdelingen have haft større US-dollar eksponering i vores portefølje, men på den anden side vurderede vi, at det amerikanske aktiemarked var meget tæt på at være fuldt prifsatsat, og at USA var den dyreste af regionerne ved indgangen til 2. halvår 2014. Hvis man ser på udviklingen mellem små og store aktier samt value og vækst i det amerikanske marked i 2. halvår 2014, vil man se markante forskelle i afkast til fordel for de største aktier og vækstaktier, som netop er de segmenter, hvor det traditionelt er svært at finde value-investeringer i, og vi har desværre set samme kedelige udvikling i Europa og Japan. Når den gennemsnitlige markedsværdi i afdelingen er cirka 1/3 af benchmarks og med den beskrevne markedsudvikling vil dette selvfølgelig være en kilde til underperformance i sådanne scenarier. Omvendt åbner det seneste halvårs udvikling op for nye muligheder for at finde nye fremtidige investeringer i USA.

På mange måder minder det om udviklingen, vi så i 2011, hvor europæiske aktiver blev betragtet som "det værste onde" uden fokus på fundamentale forhold omkring virksomhederne, og hvor disse genererer deres indtjening. Ved indgangen til 2. halvår 2014 vurderedes det således, at prissætningen på tilsvarende virksomheder i Europa i forhold til USA i afdelingens univers var mere attraktiv, hvilket igen var årsag til en stor del af vores underperformance. Der er selvfølgelig en risiko for, at den europæiske økonomi vil forværres, før vi vil se en bedring.

Det japanske aktiemarked underperformede også i forhold til det amerikanske og har således medvirket til at trække i den forkerte retning. Omvendt har vi set en meget stærk underlæggende udvikling i mange af vores japanske investeringer med markant vækst i indtjeningen, mere aktionærvænlige attitude med fokus på nedbringelse af overkapitalisering, øgede udbytter og M&A aktivitet.

Afdelingsspecifikke risici

Ved udgangen af 2014 var afdelingens største investeringsområder Europa og Japan. Det betyder, at den økonomiske og politiske udvikling i disse regioner vil have særlig stor betydning for investorenes fremtidige afkast. Især vil EU, euroen og forholdene i regionen have indflydelse på afkastet. En risikofaktor ved investeringsstilen value er, når det langsigtede perspektiv fraviges til fordel for et kortere. Analyser viser, at value-investering over tid giver højere afkast end andre strategier, men der vil være perioder, hvor strategien giver lavere afkast. I sådanne perioder er markedet ofte primært drevet af makrospecifikke forhold frem for selskabsspecifikke forhold som virksomhedernes indtjening.

Forventninger

Afdelingen er fortsat attraktivt prissat og handler med betydelig rabat til det overordnede marked. Med de nuværende aktiekurser er det klart, at aktieinvestorer ikke har den samme beskyttelse i form af et billigt aktiemarked – beskyttelse der kunne værne mod geopolitisk risiko eller makro-overraskelser, dog har vi set et set-back i vores segment i 2. halvår. Det er selvfølgelig en naturlig afspejling af den forbedring, man har set i økonomien, og som altid skal man se aktiemarkedet i forhold til de alternative investeringsmuligheder, man har til rådighed, og her er risikoen steget tilsvarende. For en langsigtet investor er potentialet i aktier fortsat tiltalende – for value-aktier i særdeleshed. Vi forventer, at afdelingen opnår et positivt afkast i 2015. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og derfor er det højest sandsynligt, at afkastet vil blive forskelligt fra benchmark.

Value Aktier

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	14	-32
Udbytter	236.160	207.346
I alt renter og udbytter	236.174	207.314
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	357.809	1.830.031
Valutakonti	-383	-13.272
Handelsomkostninger	4.259	1.192
I alt kursgevinster og -tab	353.167	1.815.567
I alt nettoindtægter	589.341	2.022.881
3 Administrationsomkostninger	154.184	154.547
Resultat før skat	435.157	1.868.334
4 Skat	18.911	17.269
Årets nettoresultat	416.246	1.851.065
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	110.599	200.221
Overført fra sidste år	-991.935	1.737
I alt formuebevægelser	-881.336	201.958
Til disposition	-465.090	2.053.023
Til rådighed for udlodning	-303.309	-991.935
Overført til næste år	-303.309	-991.935
Overført til formuen	-161.781	3.044.958

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	180.444	73.121
Likvider	180.444	73.121
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	307.519	369.459
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.031.477	7.998.596
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	88.195	87.938
Kapitalandele	7.427.191	8.455.993
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	7.138	4.337
Andre tilgodehavender	354	134
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	10.000	4.000
Aktuelle skatteaktiver	8.643	24.383
Andre aktiver	26.135	32.854
Aktiver	7.633.770	8.561.968
Passiver		
7 Medlemmernes formue	7.619.497	8.545.844
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	16	11
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	14.257	16.113
Anden gæld	14.273	16.124
Passiver	7.633.770	8.561.968

Value Aktier

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	12	-37	Udlodning overført fra sidste år	-991.935	1.737
Øvrige indtægter	2	5	Fremførte tab fra sidste år	0	-1.353.808
Renteindtægter	14	-32	Renter og udbytter	252.316	209.574
I alt renter (netto)	14	-32	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-18.956	-17.269
Udbytter			Kursgevinst til udlodning	359.394	-22.862
Noterede aktier fra danske selskaber	6.650	4.658	Udlodningsregulering af indkomst	95.872	190.692
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	220.239	190.325	I alt Indkomst	-303.309	-991.936
Unoterede kapitalandele danske selskaber	9.271	12.363	Administrationsomkostninger til modregning	-154.514	-154.547
Udbytte	236.160	207.346	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	14.727	9.529
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-139.787	-145.018
Noterede aktier fra danske selskaber	103.973	102.656	I alt til rådighed for udlodning brutto	-443.096	-1.136.953
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	242.478	1.739.841	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	139.787	145.018
Unoterede kapitalandele danske selskaber	11.358	-12.466	I alt til rådighed for udlodning netto	-303.309	-991.935
Kapitalandele	357.809	1.830.031	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Valutakonti	-383	-13.272	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger			Sektorfordeling		
Bruttohandelsomkostninger	6.717	3.607	Energi	9,78	13,36
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.458	2.415	Finans	16,36	14,48
Handelsomkostninger	4.259	1.192	Forbrugsgoder	24,29	21,84
I alt kursgevinster og -tab	353.167	1.815.567	Industri	13,98	15,15
3 Administrationsomkostninger			IT	9,83	11,89
Fast administrationshonorar	154.184	154.546	Konsumentvarer	8,30	8,26
Administrationsomkostninger - fælles	154.184	154.546	likvider m.m.	2,52	1,05
Gebyrer til depotselskab	0	1	Materialer	10,22	11,30
Administrationsomkostninger - direkte	0	1	Sundhedspleje	2,03	0,94
Administrationsomkostninger	154.184	154.547	Telekommunikation	2,70	1,72
4 Skat			Geografisk fordeling		
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	18.911	17.269	Danmark	5,19	5,35
Skat	18.911	17.269	Fjernøsten ex. Japan	4,58	5,08
			Japan	23,24	23,70
			likvider m.m.	2,52	1,05
			Nordamerika	19,86	16,97
			Nordeuropa	23,24	26,56
			Skandinavien	2,80	4,38
			Storbritannien	10,81	8,30
			Sydeuropa	7,76	8,60

Value Aktier

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	2.096.569	8.545.844	2.457.595	8.052.952	
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)	9.652	42.014		0	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-49.153	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		2.762	
Emissioner i perioden	510	2.133	2.376	8.433	
Indløsninger i perioden	-328.551	-1.388.851	-363.402	-1.321.973	
Emissionstillæg		8		0	
Indløsningsfradrag		2.103		1.758	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-110.599		-200.221	
Overført til udlodning fra sidste år		991.935		-1.737	
Overført til udlodning næste år		-303.309		-991.935	
Overført fra resultatopgørelsen		-161.781		3.044.958	
Medlemmernes formue (ultimo)	1.778.180	7.619.497	2.096.569	8.545.844	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	5,12	25,10	11,94	-18,21	27,09
Benchmarkafkast i %	19,27	21,19	14,49	-2,64	19,71
Indre værdi pr. andel	428,50	407,61	327,68	294,72	361,34
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	416.246	1.851.065	988.673	-2.166.379	2.697.032
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	2,00	2,25	1,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	1.778.180	2.096.569	2.457.595	3.134.892	3.356.414
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	7.619.497	8.545.844	8.052.952	9.239.086	12.127.989
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	154.184	154.547	164.662	201.285	206.447
ÅOP	2,25	2,21	2,23	2,20	2,20
Omsætningshastighed	0,14	0,11	0,09	0,05	0,11
Skattekurs	427,07	406,65	326,42	295,00	370,09
Sharpe Ratio Benchmark	1,44				
Sharpe Ratio Afdeling	0,71				
Volatilitet Benchmark i %	8,70				
Volatilitet Afdeling i %	11,24				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		7.338.996	96,3	8.368.055	97,9
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		268.639	3,5	161.059	1,9
Andre aktiver / Anden gæld		11.862	0,2	16.730	0,2

■ Value Emerging Markets

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	01.01.2004
Investeringskoncept:	Value-aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1030485
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i aktier udstedt af selskaber hjemmørende i emerging markets-lande. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer. Markedsudvælgelsen foretages ud fra metoden value-investering, hvilket vil sige, at der efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælges de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsmetoden value giver lav risiko for permanent tab af kapital i selskaberne og samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 3,01 %, mens benchmark steg med 11,18 %. Årets afkast er lidt under det forventede, som meddelt i årsrapporten for 2013. Afkastet er isoleret set tilfredsstillende, men sammenlignet med benchmark var det ikke acceptabelt. Krisen i Ukraine og den politiske usikkerhed i flere emerging markets-lande har sat sit spor på afkastet, der har været meget svingende i 2014. Men når det er sagt, så er den politiske situation afklaret i de fleste større EM-lande efter deres valg, hvilket vil mindske denne risiko/usikkerhed i 2015.

Det lavere afkast i forhold til benchmark har primært været drevet af de brasilianske og russiske selskaber, samt sektoren materialer, der har trukket afkastet ned.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens største investeringsområder er Kina, Brasilien og Sydkorea. Forudsat at porteføljesammensætningen i afdelingen ikke ændres, vil den økonomiske og politiske udvikling i disse regioner have særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast. Situationen i Ukraine og effekten på Rusland kan få betydning, såfremt der ikke kommer en holdbar løsning på krisen. Dette vil være på den generelle stemning i markedet, men også på de direkte investeringer i Rusland.

Hvis det langsigtede perspektiv fraviges til fordel for et kortere, udgør det en specifik risiko for investeringsstrategien value. Analyser viser, at value-investering over tid giver højere afkast end andre strategier, men der vil være perioder, hvor value giver lavere afkast. I sådanne perioder er markedet ofte primært drevet af makrospecifikke forhold frem for fundamentale forhold som virksomhedernes indtjening.

Forventninger

Porteføljen er attraktivt pristilfalds, og den handler med en betydelig rabat i forhold til benchmark. Ukraine vil forsat sætte sit aftryk på markedet, indtil der kommer en afklaring på situationen. Den stigende dollar kan give nogle lande gældsudfordringer, fordi deres gæld er udstedt i dollar. På trods af de faldende vækstforventninger i Brasilien og Rusland, så er den underliggende vækst i emerging markets stadig større end de udviklede markeder, hvilket stadig gør emerging markets meget interessant. Yderligere er emerging markets historisk billige, når der sammenlignes historisk eller med de udviklede markeder.

Indtjening i vores selskaber forventes at stige pænt, og potentialet er forsat intakt, især når man ser på prissætningen af selskaberne i absolutte termer. Forventningerne for hele 2015 er et positivt afkast, der er bedre end benchmark. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og derfor er det sandsynligt, at afkastet vil blive forskelligt fra benchmark som følge af en anden selskabs-, lande- og sektoreksponering.

Value Emerging Markets

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	8	3
Udbytter	6.607	8.768
I alt renter og udbytter	6.615	8.771
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	5.765	-10.009
Valutakonti	158	-545
Handelsomkostninger	31	5
I alt kursgevinster og -tab	5.892	-10.549
3 Administrationsomkostninger	4.744	5.179
Resultat før skat	7.763	-6.957
4 Skat	672	685
Årets nettoresultat	7.091	-7.642
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-1.399	6.115
Overført fra sidste år	-11.739	333
I alt formuebevægelser	-13.138	6.448
Til disposition	-6.047	-1.194
Til rådighed for udlodning	-3.100	-11.739
Overført til næste år	-3.100	-11.739
Overført til formuen	-2.947	10.545

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	4.056	949
Likvider	4.056	949
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	241.369	213.813
Kapitalandele	241.369	213.813
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	241	110
Andre tilgodehavender	19	69
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	350	0
Andre aktiver	610	179
Aktiver	246.035	214.941
Passiver		
7 Medlemmernes formue	245.681	214.916
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	4	25
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	350	0
Anden gæld	354	25
Passiver	246.035	214.941

Value Emerging Markets

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	6	3	Udlodning overført fra sidste år	-11.739	333
Øvrige indtægter	2	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-13.814
Renteindtægter	8	3	Renter og udbytter	6.610	8.771
I alt renter (netto)	8	3	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-672	-685
Udbytter			Kursgevinst til udlodning	3.917	-11.621
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.605	8.768	Udlodningsregulering af indkomst	-1.217	5.278
Unoterede kapitalandele udenlandske selskaber	2	0	I alt Indkomst	-3.101	-11.738
Udbytte	6.607	8.768	Administrationsomkostninger til modregning	-4.744	-5.179
2 Kursgevinster og -tab			Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-182	837
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.765	-10.009	I alt administrationsomkostninger	-4.926	-4.342
Kapitalandele	5.765	-10.009	I alt til rådighed for udlodning brutto	-8.026	-16.081
Valutakonti	158	-545	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	4.926	4.342
Handelsomkostninger			I alt til rådighed for udlodning netto	-3.100	-11.739
Bruttohandelsomkostninger	203	276	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	172	281	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger	31	5	Sektorfordeling		
I alt kursgevinster og -tab	5.892	-10.549	Energi	3,94	7,27
3 Administrationsomkostninger			Finans	24,56	23,31
Fast administrationshonorar	4.705	5.142	Forbrugsgoder	13,56	13,04
Administrationsomkostninger - fælles	4.705	5.142	Forsyning	2,95	2,34
Gebyrer til depotselskab	39	37	Industri	12,69	12,67
Administrationsomkostninger - direkte	39	37	IT	9,27	7,12
Administrationsomkostninger	4.744	5.179	Konsumentvarer	3,68	3,50
4 Skat			likvider m.m.	1,75	0,50
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	672	685	Materialer	13,88	15,82
Skat	672	685	Sundhedspleje	2,89	3,25
			Telekommunikation	10,82	11,19
			Geografisk fordeling		
			Fjernøsten ex. Japan	69,02	61,36
			likvider m.m.	1,75	0,50
			Mellemøsten og Afrika	1,63	2,37
			Nordeuropa	1,66	2,88
			Sydamerika	14,15	16,19
			Sydeuropa	0,00	0,00
			Østeuropa	11,79	16,69

Value Emerging Markets

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	189.997	214.916	276.811	327.841	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-3.460	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		306	
Emissioner i perioden	38.361	43.610	789	892	
Indløsninger i perioden	-17.500	-20.033	-87.603	-103.193	
Emissionstillæg		58		0	
Indløsningsfradrag		39		172	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		1.399		-6.115	
Overført til udlodning fra sidste år		11.739		-333	
Overført til udlodning næste år		-3.100		-11.739	
Overført fra resultatopgørelsen		-2.947		10.545	
Medlemmernes formue (ultimo)	210.858	245.681	189.997	214.916	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	3,01	-3,48	3,31	-17,93	21,04
Benchmarkafkast i %	11,18	-6,82	16,86	-17,97	27,44
Indre værdi pr. andel	116,51	113,12	118,43	151,90	192,25
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	7.091	-7.642	18.096	-68.190	35.502
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	1,25	41,25	7,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	210.858	189.997	276.811	254.594	102.076
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	245.681	214.916	327.841	386.728	196.243
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	2,00	2,00	2,01	2,00	1,87
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	4.744	5.179	6.752	6.424	3.432
ÅOP	2,37	2,36	2,45	2,87	2,69
Omsætningshastighed	0,02	0,25	-0,03	1,42	0,28
Skattekurs	115,60	112,56	117,65	152,08	195,20
Sharpe Ratio Benchmark	0,35				
Sharpe Ratio Afdeling	-0,01				
Volatilitet Benchmark i %	13,12				
Volatilitet Afdeling i %	14,38				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		241.369	98,2	213.813	99,5
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		4.056	1,7	949	0,4
Andre aktiver / Anden gæld		256	0,1	154	0,1

■ Value Europa

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	21.04.2006
Investeringskoncept:	Value-aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6003257
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i europæiske aktier. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer. Markedsudvælgelsen foretages ud fra metoden value-investering, hvilket vil sige, at der efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælges de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsmetoden value giver lav risiko for permanent tab af kapital i selskaberne og samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -1,72 %, mens benchmark steg med 6,64 %. Afkastet har ikke været tilfredsstillende isoleret set, da det ikke lever op til de forventninger, der blev meldt ud i årsrapporten for 2013. Heller ikke i relative termer har afkastet været tilfredsstillende, da det er afdelingens målsætning at slå benchmark.

Markederne i Europa var i 1. halvår præget af forsigtig tro på, at Europa skulle komme tilbage på sporet. Det har blandt andet kunne ses på forbruger- og erhvervstillid til fremtiden samt ejendomsmarkederne, som steg fra meget lave niveauer. Imidlertid betød krisen i Ukraine og begivenhederne i Grækenland, at denne udvikling blev vendt 180 grader, selvom de europæiske økonomier og finansielle systemer er væsentlig sundere end i 2011, hvor gældsproblemer i flere sydeuropæiske lande og Irland udløste hjælpepakker fra blandt andet IMF. Der er selvfølgelig en risiko for, at den europæiske økonomi vil forværres, før vi vil se en bedring. Med europæiske aktier, der endnu engang har underformet, minder udviklingen på mange måder om det, vi så i 2011, hvor europæiske aktiver blev betragtet som "det værste onde" uden fokus på det fundamentale forhold omkring virksomhederne, og hvor de genererer deres indtjening.

Hvis man ser på udviklingen mellem små og store aktier samt value og vækst i det europæiske marked i 2. halvår 2014, vil man se markante forskelle i afkast til fordel for de største aktier og vækstaktier, som netop er de segmenter, hvor det traditionelt er svært at finde value-investeringer. Når den gennemsnitlige markedsværdi i afdelingen er cirka 1/3 af benchmarks og med den beskrevne markedsudvikling, vil dette selvfølgelig være en kilde til underperformance i sådanne senarier. Omvendt åbner det seneste halvårs udvikling op for nye muligheder for at finde nye fremtidige investeringer.

Europæiske aktier handler fortsat noget billigere på nøgletal end f.eks. amerikanske aktier. På langt sigt er vi fortsat overbeviste om, at der vil komme yderligere fokus på fundamentale forhold, og at markedet for virksomhedsovertagelser normaliseres, hvilket vil være positivt for afdelingens strategi.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer i europæiske aktier, hvorfor den økonomiske og politiske udvikling i Europa vil have særlig stor betydning for investorenes fremtidige afkast. I forlængelse heraf vil det derfor have stor betydning, hvornår og i hvilket omfang der indføres arbejdsmarkeds- og skattereformer i lande som Italien og Frankrig med det formål at gøre virksomhederne mere konkurrencedygtige.

Hvis det langsigtede perspektiv fraviges til fordel for et kortere, udgør det en specifik risiko for investeringsstrategien value. Analyser viser, at value-investering over tid giver højere afkast end andre strategier, men der vil være perioder, hvor den giver lavere afkast. I sådanne perioder er markedet ofte primært drevet af makrospecifikke forhold frem for selskabsspecifikke forhold som virksomhedernes indtjening.

Forventninger

Afdelingen er fortsat attraktivt prissat og handler med betydelig rabat til det overordnede marked. Med de nuværende aktiekurser er det klart, at aktieinvestorer ikke har den samme beskyttelse i form af et billigt aktiemarked – beskyttelse der kunne værne mod geopolitisk risiko eller makro-ovraskelser, dog har vi set et set-back i vores segment i 2. halvår. Det er selvfølgelig en naturlig afspejling af den forbedring, man har set i økonomien, og som altid skal man se aktiemarkedet i forhold til de alternative investeringsmuligheder, man har til rådighed, og her er risikoen steget tilsvarende. For en langsigtet investor er potentialet i aktier fortsat tiltalende – for value-aktier i særdeleshed. Vi forventer, at afdelingen opnår et positivt afkast i 2015. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og derfor er det højest sandsynligt, at afkastet vil blive forskelligt fra benchmark.

Value Europa

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	27	2
Udbytter	19.519	13.732
I alt renter og udbytter	19.546	13.734
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-19.918	127.659
Valutakonti	54	-172
Handelsomkostninger	185	18
I alt kursgevinster og -tab	-20.049	127.505
I alt nettoindtægter	-503	141.239
3 Administrationsomkostninger	12.218	9.416
Resultat før skat	-12.721	131.823
4 Skat	1.538	2.299
Årets nettoresultat	-14.259	129.524
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	18.961	-9.075
Overført fra sidste år	-289.131	485
I alt formuebevægelser	-270.170	-8.590
Til disposition	-284.429	120.934
Til rådighed for udlodning	-234.193	-289.131
Overført til næste år	-234.193	-289.131
Overført til formuen	-50.236	410.065

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	29.937	19.376
Likvider	29.937	19.376
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	42.092	46.380
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	489.371	551.030
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	2.703	318
Kapitalandele	534.166	597.728
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	420	247
Andre tilgodehavender	20	38
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	855	0
Aktuelle skatteaktiver	1.397	911
Andre aktiver	2.692	1.196
Aktiver	566.795	618.300
Passiver		
7 Medlemmernes formue	562.285	618.298
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1	2
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.509	0
Anden gæld	4.510	2
Passiver	566.795	618.300

Value Europa

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	26	1	Udlodning overført fra sidste år	-289.131	485
Øvrige indtægter	1	1	Fremførte tab fra sidste år	0	-304.895
Renteindtægter	27	2	Renter og udbytter	19.054	13.464
I alt renter (netto)	27	2	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-1.538	-2.299
Udbytter			Kursgevinst til udlodning	19.761	12.280
Noterede aktier fra danske selskaber	824	504	Udlodningsregulering af indkomst	17.661	-8.166
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.203	12.572	I alt Indkomst	-234.193	-289.131
Unoterede kapitalandele danske selskaber	492	656	Administrationsomkostninger til modregning	-12.218	-9.416
Udbytte	19.519	13.732	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	1.300	-909
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-10.918	-10.325
Noterede aktier fra danske selskaber	8.538	10.129	I alt til rådighed for udlodning brutto	-245.111	-299.456
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-31.240	118.191	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	10.918	10.325
Unoterede kapitalandele danske selskaber	2.784	-661	I alt til rådighed for udlodning netto	-234.193	-289.131
Kapitalandele	-19.918	127.659	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Valutakonti	54	-172	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger			Sektorfordeling		
Bruttohandelsomkostninger	434	224	Energi	9,08	10,98
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	249	242	Finans	15,82	15,78
Handelsomkostninger	185	18	Forbrugsgoder	20,88	15,18
I alt kursgevinster og -tab	-20.049	127.505	Industri	19,76	21,38
3 Administrationsomkostninger			IT	3,41	6,66
Fast administrationshonorar	12.216	9.415	Konsumentvarer	11,44	7,70
Administrationsomkostninger - fælles	12.216	9.415	likvider m.m.	4,99	3,32
Gebyrer til depotselskab	2	1	Materialer	14,62	19,00
Administrationsomkostninger - direkte	2	1	Geografisk fordeling		
Administrationsomkostninger	12.218	9.416	Danmark	7,97	7,55
4 Skat			likvider m.m.	4,99	3,32
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	1.538	2.299	Nordeuropa	44,35	49,43
Skat	1.538	2.299	Skandinavien	7,74	9,16
			Storbritannien	16,64	13,65
			Sydeuropa	18,31	16,89

Value Europa

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	827.360	618.298	798.508	467.438	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-11.978	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		716	
Emissioner i perioden	63.100	49.240	131.555	96.423	
Indløsninger i perioden	-124.900	-91.136	-102.703	-64.161	
Emissionstillæg		62		269	
Indløsningsfradrag		80		67	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-18.961		9.075	
Overført til udlodning fra sidste år		289.131		-485	
Overført til udlodning næste år		-234.193		-289.131	
Overført fra resultatopgørelsen		-50.236		410.065	
Medlemmernes formue (ultimo)	765.560	562.285	827.360	618.298	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	-1,72	30,76	16,42	-22,13	10,47
Benchmarkafkast i %	6,64	19,81	17,74	-8,33	11,26
Indre værdi pr. andel	73,45	74,73	58,54	50,28	65,56
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	-14.259	129.524	72.001	-133.870	39.764
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	1,50	0,00	1,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	765.560	827.360	798.508	920.908	591.909
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	562.285	618.298	467.438	463.049	388.033
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,86	1,86	1,86	1,85	1,75
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	12.218	9.416	8.812	8.867	6.931
ÅOP	2,21	2,20	2,24	2,50	2,44
Omsætningshastighed	0,07	0,03	0,14	1,83	0,28
Skattekurs	73,22	75,35	58,43	50,38	65,66
Sharpe Ratio Benchmark	0,69				
Sharpe Ratio Afdeling	0,32				
Volatilitet Benchmark i %	11,52				
Volatilitet Afdeling i %	14,03				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	531.463	94,5	597.410	96,6	
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0	
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0	
Øvrige finansielle instrumenter	32.640	5,8	19.694	3,2	
Andre aktiver / Anden gæld	-1.818	-0,3	1.194	0,2	

■ Value Europa Small Cap

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	17.12.2004
Investeringskoncept:	Value-aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1030825
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i europæiske small cap-aktier. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer. Markedsudvælgelsen foretages ud fra metoden value-investering, hvilket vil sige, at der efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælges de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsmetoden value giver lav risiko for permanent tab af kapital i selskaberne og samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -3,38 %, mens benchmark steg med 6,27 %. Afkastet er under det forventede, som meddelt i årsrapporten for 2013 og er således ikke tilfredsstillende sammenlignet med benchmark.

Afvigelsen i forhold til benchmark skyldes, at afdelingens overvægt af mindre selskaber med børsværdier under 1,2 mia. kr. efter et godt 1. halvår oplevede større kursfald i 2. halvår - drevet af krisen i Ukraine og senere usikkerhed om valg i Grækenland. Samtidig ligger antallet af virksomhedsovertagelser i Europa på et meget lavt niveau trods et opsparet behov for opkøb og frasalg. Så denne mekanisme har altså endnu ikke kompenseret for investorerne i disse ofte uopdagede selskaber.

Markederne i Europa var i 1. halvår præget af forsigtig tro på, at Europa skulle komme tilbage på sporet. Det har blandt andet kunne ses på forbruger- og erhvervstillid til fremtiden samt ejendomsmarkederne, som steg fra meget lave niveauer. Imidlertid betød krisen i Ukraine og begivenhederne i Grækenland, at denne udvikling blev slået hjem, selvom de europæiske økonomier og finansielle systemer er væsentlig sundere end i 2010, hvor gældsproblemer i flere sydeuropæiske lande og Irland udløste hjælpepakker fra blandt andet IMF.

Europæiske aktier handler fortsat noget billigere på nøgletal end f.eks. amerikanske aktier. På lang sigt er vi fortsat overbeviste om, at der vil komme yderligere fokus på fundamentale forhold, og at markedet for virksomhedsovertagelser normaliseres, hvilket vil være positivt for afdelingens strategi.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer i europæiske aktier, hvorfor den økonomiske og politiske udvikling i Europa vil have særlig stor betydning for investorenes fremtidige afkast. I forlængelse heraf vil det derfor have stor betydning, hvornår og i hvilket omfang der indføres arbejdsmarkeds- og skattereformer i lande som Italien og Frankrig med det formål at gøre virksomhederne mere konkurrencedygtige.

Hvis det langsigtede perspektiv fraviges til fordel for et kortere, udgør det en specifik risiko for investeringsstrategien value. Analyser viser, at value-investering over tid giver højere afkast end andre strategier, men der vil være perioder, hvor den giver lavere afkast. I sådanne perioder er markedet ofte primært drevet af makrospecifikke forhold frem for selskabsspecifikke forhold som virksomhedernes indtjening.

Forventninger

Afdelingen handles med en stor rabat i forhold til den forretningsmæssige værdi. De mindre selskaber i segmentet har markedet fortsat ikke vist så stor interesse for. Det betyder omvendt, at der fortsat er et pænt potentiale i dem og derfor også i denne afdeling, som har en høj vægt af disse ofte mindre gennemanalyserede selskaber. Forudsætningerne for et øget antal af virksomhedshandler er desuden til stede. Dette kan medvirke til at realisere potentialet i en del af de mindre selskaber. Vi ser som langsigtede value-investorer positivt på fremtiden pga. porteføljens kvalitet og lave prissætning og forventer et positivt afkast i 2015, omend med potentielt store kursudsving som følge af forhandlinger om afdrag på Grækenlands gæld, udfordringerne i det politiske forhold til Rusland samt udsving i olieprisen. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og det er derfor højst sandsynligt, at afkastet vil afvige fra benchmark.

Value Europa Small Cap

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	20	0
Udbytter	11.015	9.771
I alt renter og udbytter	11.035	9.771
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-19.501	87.276
Valutakonti	13	-507
Handelsomkostninger	78	24
I alt kursgevinster og -tab	-19.566	86.793
I alt nettoindtægter	-8.531	96.564
3 Administrationsomkostninger	8.400	6.859
Resultat før skat	-16.931	89.705
4 Skat	1.039	1.740
Årets nettoresultat	-17.970	87.965
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-333	512
Overført fra sidste år	-1.931	149
I alt formuebevægelser	-2.264	661
Til disposition	-20.234	88.626
Til rådighed for udlodning	12.871	-1.931
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	12.864	0
Overført til næste år	7	-1.931
Overført til formuen	-33.105	90.557

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	3.719	8.963
Likvider	3.719	8.963
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	26.507	28.358
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	359.695	376.231
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	28	0
Kapitalandele	386.230	404.589
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	106	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	565	0
Aktuelle skatteaktiver	871	420
Andre aktiver	1.542	420
Aktiver	391.491	413.972
Passiver		
7 Medlemmernes formue	390.922	413.958
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	4	14
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	565	0
Anden gæld	569	14
Passiver	391.491	413.972

Value Europa Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	20	0	Udlodning overført fra sidste år	-1.931	149
Renteindtægter	20	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-71
I alt renter (netto)	20	0	Renter og udbytter	10.560	9.507
Udbytter			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-1.039	-1.740
Noterede aktier fra danske selskaber	1.151	1.235	Kursgevinst til udlodning	13.492	-3.430
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.864	8.536	Udlodningsregulering af indkomst	-904	524
Udbytte	11.015	9.771	I alt Indkomst	20.178	4.939
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-7.877	-6.859
Noterede aktier fra danske selskaber	-1.823	9.731	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	571	-12
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-17.678	77.545	I alt administrationsomkostninger	-7.306	-6.871
Kapitalandele	-19.501	87.276	I alt til rådighed for udlodning brutto	12.871	-1.931
Valutakonti	13	-507	I alt til rådighed for udlodning netto	12.871	-1.931
Handelsomkostninger			6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Bruttohandelsomkostninger	344	109	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	266	133	Sektorfordeling		
Handelsomkostninger	78	24	Energi	4,20	5,35
I alt kursgevinster og -tab	-19.566	86.793	Finans	7,07	8,30
3 Administrationsomkostninger			Forbrugsgoder	20,76	19,83
Fast administrationshonorar	8.398	6.859	Industri	38,13	40,45
Administrationsomkostninger - fælles	8.398	6.859	IT	8,24	7,84
Gebyrer til depotselskab	2	0	Konsumentvarer	7,25	1,61
Administrationsomkostninger - direkte	2	0	likvider m.m.	1,20	2,26
Administrationsomkostninger	8.400	6.859	Materialer	6,43	7,89
4 Skat			Sundhedspleje	6,74	6,47
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	1.039	1.740	Geografisk fordeling		
Skat	1.039	1.740	Danmark	6,79	6,85
			likvider m.m.	1,20	2,26
			Nordeuropa	60,71	66,68
			Skandinavien	7,30	4,22
			Storbritannien	7,84	2,55
			Sydeuropa	16,18	17,44

Value Europa Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	268.613	413.958	274.834	335.599	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-2.748	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-62	
Emissioner i perioden	29.718	49.359	22.832	30.990	
Indløsninger i perioden	-35.800	-54.525	-29.053	-37.953	
Emissionstillæg		36		79	
Indløsningsfradrag		64		88	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		333		-512	
Overført til udlodning fra sidste år		1.931		-149	
Overført til udlodning næste år		7		-1.931	
Foreslået udlodning		12.864		0	
Overført fra resultatopgørelsen		-33.105		90.557	
Medlemmernes formue (ultimo)	262.531	390.922	268.613	413.958	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	-3,38	27,18	9,07	-16,61	37,47
Benchmarkafkast i %	6,27	33,40	27,47	-17,67	
Indre værdi pr. andel	148,91	154,11	122,11	114,82	137,17
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	-17.970	87.965	29.510	-63.232	122.327
Årets udlodning pr. andel i kr.	4,90	0,00	1,00	3,25	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	262.531	268.613	274.834	280.714	2.515
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	390.922	413.958	335.599	322.302	344.933
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,86	1,86	1,86	1,85	1,85
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	8.400	6.859	6.188	6.793	
ÅOP	2,22	2,22	2,25	2,34	2,45
Omsætningshastighed	0,03	0,03	0,09	0,14	0,17
Skattekurs	149,40	153,61	121,77	115,03	
Sharpe Ratio Benchmark	0,92				
Sharpe Ratio Afdeling	0,54				
Volatilitet Benchmark i %	13,77				
Volatilitet Afdeling i %	14,89				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		386.202	98,8	404.589	97,7
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		3.747	1,0	8.963	2,2
Andre aktiver / Anden gæld		973	0,2	406	0,1

■ Value USA

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	01.11.1982
Investeringskoncept:	Value-aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1020455
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i amerikanske aktier. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer. Markedsudvælgelsen foretages ud fra metoden value-investering, hvilket vil sige, at der efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælges de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsmetoden value giver lav risiko for permanent tab af kapital i selskaberne og samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 12,23 %, mens benchmark steg med 28,09 %. Afkastet er hverken tilfredsstillende i forhold til de forventninger, der blev meldt ud i årsrapporten for 2013 eller i forhold til benchmark. På trods af geopolitisk uro fortsatte amerikanske aktier med at lægge afstand til andre aktiemarkeder, og det brede amerikanske aktieindeks S&P500 lukkede således året nær et nyt rekordniveau, hvilket var overraskende godt set i forhold til vores forventninger.

Der er flere ting, der i 2. halvår har trukket ned i afdelingens samlede afkast. For det første har vi igennem længere tid ment, at råvarerelaterede og andre konjunkturfølsomme aktier generelt har været attraktivt prissat, på trods af de udsving, de lider under, når der er uro rundt omkring i verden. Da den type aktier faldt kraftigt i 3. og 4. kvartal som følge af faldende råvarepriser, en stigende dollar og øgede bekymringer for en aftagende global økonomisk vækst, valgte mange investorer at søge tilflugt i mere defensive aktier. Afdelingens overvægt inden for energi og materiale og undervægten inden for sundhedspleje, forsyning og konsumentvarer har kostet en stor del af det relative tab til afdelingens benchmark.

Afdelingens strategi med at investere i value-aktier og typisk udvælge mindre og mellemstore aktier har også trukket ned i årets afkast. Hvis man ser på udviklingen mellem små og store aktier, vil man se markante forskelle i afkast til fordel for de allerstørste aktier, som er det segment, vi traditionelt har haft svært ved at finde value-investeringer i.

Endelig har et par enkeltinvesteringer skuffet i løbet af halvåret. I de fleste tilfælde er det dog vores overbevisning, at disse aktier er signifikant undervurderede, argumentet for at være investeret er intakt og kursfaldet har været større, end hvad kan berettiges ud fra den grundlæggende udvikling i selskabernes indtjening.

Afdelingsspecifikke risici

Den økonomiske og politiske situation i USA samt udviklingen i dollaren har stor betydning for investorenes fremtidige afkast sammen med den generelle globale økonomiske udvikling.

Der er en specifik risiko ved investeringsstrategien value, når det langsigtede perspektiv fraviges til fordel for et kortere. Analyser viser, at value-investering over tid giver højere afkast end andre strategier, men der vil være perioder, hvor den giver lavere afkast. I sådanne perioder er markedet ofte primært drevet af makrospecifikke forhold frem for selskabsspecifikke forhold som virksomhedernes indtjening.

Forventninger

Den amerikanske økonomi har det stadig godt med solide vækstrater og en arbejdsløshed, der nok vil falde yderligere om end i et langsommere tempo. Den amerikanske centralbank har dog varslet rentestigninger, hvilket kan give lidt uro hen over sommeren.

Vi ser positivt på det amerikanske aktiemarked i 2015. Amerikanske aktier er dog ikke billige i en absolut eller historisk betragtning og det må forventes at andre regioner, i takt med at økonomierne styrkes, kan tiltrække nogle af de investorer, der i dag investerer i amerikanske aktier. Omvendt ser aktier stadig interessante ud relativt til andre aktivklasser, og hvis indtjeningsvæksten samtidig forsætter, giver det grobund for et stigende aktiemarked.

Afdelingen er eksponeret til value-aktier samt små og mellemstore virksomheder, og der er i det amerikanske marked stor forskel mellem prisen på såvel billige og dyre aktier som små og store aktier. Forskellene er store set i historisk perspektiv, hvilket giver gode muligheder for at skabe et merafkast. Vores afdeling er fortsat attraktivt prissat og handler med betydelig rabat til det overordnede marked, hvilket skaber forventninger om et eventuelt merafkast i forhold til markedet. Forventningen til 2015 er, at afdelingen opnår et positivt afkast. Den aktive investeringsstrategi gør det sandsynligt, at afkastet vil afvige fra benchmark.

Value USA

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	5	1
Udbytter	3.485	2.787
I alt renter og udbytter	3.490	2.788
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	21.767	43.167
Valutakonti	458	-38
Handelsomkostninger	35	22
I alt kursgevinster og -tab	22.190	43.107
I alt nettoindtægter	25.680	45.895
3 Administrationsomkostninger	3.474	3.406
Resultat før skat	22.206	42.489
4 Skat	463	388
Årets nettoresultat	21.743	42.101
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-922	884
Overført fra sidste år	-6.874	447
I alt formuebevægelser	-7.796	1.331
Til disposition	13.947	43.432
Til rådighed for udlodning	14.866	-6.874
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	14.835	0
Overført til næste år	31	-6.874
Overført til formuen	-919	50.306

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	3.784	5.135
Likvider	3.784	5.135
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	159.694	182.854
Kapitalandele	159.694	182.854
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	66	102
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	260	0
Andre aktiver	326	102
Aktiver	163.804	188.091
Passiver		
7 Medlemmernes formue	163.537	188.087
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	7	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	260	0
Anden gæld	267	4
Passiver	163.804	188.091

Value USA

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	5	0	Udlodning overført fra sidste år	-6.874	447
Øvrige indtægter	0	1	Fremførte tab fra sidste år	0	-22.826
Renteindtægter	5	1	Renter og udbytter	3.490	2.788
I alt renter (netto)	5	1	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-463	-388
Udbytter			Kursgevinst til udlodning	23.109	12.377
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.485	2.787	Udlodningsregulering af indkomst	-1.575	729
Udbytte	3.485	2.787	I alt Indkomst	17.687	-6.873
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-3.474	-3.406
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.767	43.167	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	653	155
Kapitalandele	21.767	43.167	I alt administrationsomkostninger	-2.821	-3.251
Valutakonti	458	-38	I alt til rådighed for udlodning brutto	14.866	-10.125
Handelsomkostninger			Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	0	3.251
Bruttohandelsomkostninger	116	73	I alt til rådighed for udlodning netto	14.866	-6.874
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	81	51	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Handelsomkostninger	35	22	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
I alt kursgevinster og -tab	22.190	43.107	Sektorfordeling		
3 Administrationsomkostninger			Energi	18,31	24,39
Fast administrationshonorar	3.474	3.406	Finans	24,67	22,99
Administrationsomkostninger - fælles	3.474	3.406	Forbrugsgoder	13,82	9,85
Administrationsomkostninger	3.474	3.406	Industri	7,09	6,89
4 Skat			IT	19,88	23,60
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	463	388	Konsumentvarer	3,54	2,98
Skat	463	388	likvider m.m.	2,35	2,78
			Materialer	5,55	2,43
			Sundhedspleje	4,78	4,08
			Geografisk fordeling		
			likvider m.m.	2,35	2,78
			Nordamerika	95,67	93,79
			Nordeuropa	1,98	3,43

Value USA

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	197.413	188.087	209.325	158.293	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-2.093	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		55	
Emissioner i perioden	3.730	3.807	13.288	11.901	
Indløsninger i perioden	-48.200	-50.201	-25.200	-22.192	
Emissionstillæg		7		0	
Indløsningsfradrag		94		22	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		922		-884	
Overført til udlodning fra sidste år		6.874		-447	
Overført til udlodning næste år		31		-6.874	
Foreslået udlodning		14.835		0	
Overført fra resultatopgørelsen		-919		50.306	
Medlemmernes formue (ultimo)	152.943	163.537	197.413	188.087	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	12,23	27,48	14,52	-2,18	19,86
Benchmarkafkast i %	28,09	26,09	14,00	4,53	23,24
Indre værdi pr. andel	106,93	95,28	75,62	66,03	67,50
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	21.743	42.101	25.699	-8.917	37.430
Årets udlodning pr. andel i kr.	9,70	0,00	1,00	0,00	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	152.943	197.413	209.325	298.564	311.039
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	163.537	188.087	158.293	197.144	209.954
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,86	1,86	1,86	1,21	1,21
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	3.474	3.406	3.323	2.752	2.504
ÅOP	2,21	2,18	2,24	1,59	1,54
Omsætningshastighed	0,06	0,10	0,09	0,71	0,36
Skattekurs	107,40	94,50	74,50	66,31	69,40
Sharpe Ratio Benchmark	1,77				
Sharpe Ratio Afdeling	1,04				
Volatilitet Benchmark i %	9,41				
Volatilitet Afdeling i %	12,07				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		159.694	97,7	182.854	97,2
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		3.784	2,3	5.135	2,7
Andre aktiver / Anden gæld		59	0,0	98	0,1

■ Bolig

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.08.2000
Investeringskoncept:	Rente
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1605992
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i DKK og kan udelukkende benyttes af almene boligorganisationer. Den samlede korrigerede varighed er mellem 3 og 6 år. Der investeres hovedsagligt i to former for danske obligationer, nemlig de almindelige realkreditobligationer/særligt dækkede obligationer samt statsobligationer og lejlighedsvis i såkaldt sjældne obligationer, som handles sjældent, men som ind imellem kan købes til meget favorable priser. De kan være mindre følsomme over for markedsudsving og er en stabiliseringsfaktor i perioder med faldende kurser og stigende renter.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,59 %, mens benchmark steg med 5,23 %. Afdelingen opnåede i 2014 et meget tilfredsstillende afkast over det forventede, som blev meldt ud i årsrapporten 2013, eftersom den 10-årige danske statsobligationsrente faldt med hele 1,4 % over året og sikrede fine absolutte afkast for det danske obligationsmarked som helhed.

Merafkastet ift. benchmark skyldes, at realkreditobligationer generelt opnåede højere afkast end tilsvarende statsobligationer dog med stor forskel på de forskellige realkreditsegmenters performance. De konverterbare realkreditobligationer kunne godt klare rentefaldet i 1. halvår uden de store konverteringer, men i 2. halvår begyndte den opbyggede konverteringstrussel at materialisere sig i forbindelse med, at 2,5 %'2047-serierne kom op i et attraktivt udstedelsesniveau. Januar 2015-terminen (med opsigelsesfrist ultimo oktober) viste sig at blive den næststørste konverteringstermin nogensinde målt i procent af udestående mængde konverterbare realkreditobligationer. Dette gav anledning til en del underperformance i afdelingens 4 % og 5 %-obligationer, og derfor kostede 2. halvår en del af den opbyggede merperformance fra 1. halvår. Afdelingen har genplaceret størstedelen af pengene fra kupon/førtidsindfrielse i stats- og rentetilpasningsobligationer, og afdelingen gik således ind i 2015 med en reduceret eksponering mod konverteringstruede papirer. I tillæg hertil gik efterårets rentetilpasningsauktioner svagere, end markedet havde forventet, primært pga. bankernes implementering af nye likviditets- og kapitaldækningsregler. Dette forplantede sig til resten af markedet og bidrog yderligere til en generel underperformance af realkreditobligationer. Året sluttede således mindre positivt end det startede, om end det samlet set var et rigtig fint år for afdelingen.

Afdelingsspecifikke risici

Ved årets start har afdelingen en mindre eksponering mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks. Derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer pga. indeksobligationers direkte kobling til inflation.

Forventninger

Vi forventer, at de globale rentemarkeder fremadrettet i høj grad vil være drevet af: 1) olieprisen og dens dobbelte påvirkning af vækst og inflation, 2) den amerikanske centralbanks forventede renteforhøjelse og effekterne på de meget udbredte lavrentestrategier og 3) ECB's forventede likviditetsindsprøjtning via yderligere obligationsopkøb. Det danske realkreditmarked har også sine helt egne temaer for 2015: 1) potentielt massive konverteringer som følge af de lave refinansieringsrenter, 2) realkreditinstitutternes succes med endelig at flytte låntagerne fra finansiering med korte løbetider til længere løbetider og 3) nye likviditets- og kapitaldækningsregler, som påvirker bankernes investeringsadfærd. Selvom vi forventer, at Nationalbanken holder de korte danske renter i skak, så kan de globale centralbankers adfærd øge udsvingene i de lange renter.

Dette kan potentielt lægge pres på performance fra rentestigninger og måske endda give større rentestigninger på realkreditobligationer end på statsobligationer, især fordi renteforskellen mellem disse er lav ved årets begyndelse. Derfor forventet vi ikke, at 2015 overordnet set kommer til at byde på samme høje afkast på danske stats- og realkreditobligationer som 2014. For afdelingen forventer vi derfor kun et beskedent positivt afkast, idet det positive afkastbidrag fra merrenten på danske realkreditobligationer forventes at blive delvist opvejet af svagt stigende lange obligationsrenter og en stejlere rentekurve.

Bolig

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	4.616	4.377
I alt renter og udbytter	4.616	4.377
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	4.433	-4.077
Handelsomkostninger	5	2
I alt kursgevinster og -tab	4.428	-4.079
I alt nettoindtægter	9.044	298
3 Administrationsomkostninger	680	644
Resultat før skat	8.364	-346
Årets nettoresultat	8.364	-346
4 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	102	262
Overført fra sidste år	76	47
I alt formuebevægelser	178	309
Til disposition	8.542	-37
Til rådighed for udlodning	4.555	4.409
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	4.410	4.333
Overført til næste år	145	76
Overført til formuen	3.987	-4.446

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	691	6.776
Likvider	691	6.776
5 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	160.481	142.258
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.135	1.981
Obligationer	162.616	144.239
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	2.226	2.379
Andre tilgodehavender	0	1
Andre aktiver	2.226	2.380
Aktiver	165.533	153.395
Passiver		
6 Medlemmernes formue	160.282	153.395
Anden gæld		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5.251	0
Anden gæld	5.251	0
Passiver	165.533	153.395

Bolig

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			4 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	1	0	Udlodning overført fra sidste år	76	47
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.613	4.375	Renter og udbytter	4.615	4.377
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2	2	Kursgevinst til udlodning	442	367
Renteindtægter	4.616	4.377	Udlodningsregulering af indkomst	117	302
I alt renter (netto)	4.616	4.377	I alt Indkomst	5.250	5.093
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-680	-644
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.279	-3.896	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-15	-40
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	154	-181	I alt administrationsomkostninger	-695	-684
Obligationer	4.433	-4.077	I alt til rådighed for udlodning brutto	4.555	4.409
Handelsomkostninger			I alt til rådighed for udlodning netto	4.555	4.409
Bruttohandelsomkostninger	5	3	5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	1	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger	5	2	Segmentfordeling		
I alt kursgevinster og -tab	4.428	-4.079	Andre	0,08	0,18
3 Administrationsomkostninger			Inkonv. obl.	60,15	65,13
Fast administrationshonorar	680	644	Konv. obl.	22,27	16,50
Administrationsomkostninger - fælles	680	644	likvider m.m.	-1,46	5,97
Administrationsomkostninger	680	644	stater	18,96	12,21
			Geografisk fordeling		
			Danmark	101,46	94,03
			likvider m.m.	-1,46	5,97

Bolig

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
6 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	144.428	153.395	121.715	137.163	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-4.333		-7.607	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		3	
Emissioner i perioden	7.924	8.568	23.684	25.188	
Indløsninger i perioden	-5.360	-5.733	-971	-1.029	
Emissionstillæg		15		23	
Indløsningsfradrag		6		0	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-102		-262	
Overført til udlodning fra sidste år		-76		-47	
Overført til udlodning næste år		145		76	
Foreslået udlodning		4.410		4.333	
Overført fra resultatopgørelsen		3.987		-4.446	
Medlemmernes formue (ultimo)	146.992	160.282	144.428	153.395	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	5,59	-0,21	4,69	8,37	6,12
Benchmarkafkast i %	5,23	-1,53	2,90	9,16	6,24
Indre værdi pr. andel	109,04	106,21	112,69	113,18	110,52
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	8.364	-346	5.998	13.402	8.608
Årets udlodning pr. andel i kr.	3,00	3,00	6,25	5,50	6,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	146.992	144.428	121.715	134.925	159.561
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	160.282	153.395	137.163	152.704	176.340
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	680	644	602	722	698
ÅOP	0,56	0,56	0,56	0,56	0,70
Omsætningshastighed	0,34	0,08	0,21	0,36	0,32
Skattekurs	108,96	106,19	112,67	113,28	110,58
Sharpe Ratio Benchmark	1,12				
Sharpe Ratio Afdeling	1,34				
Volatilitet Benchmark i %	3,38				
Volatilitet Afdeling i %	3,21				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		162.616	101,5	144.239	94,0
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		691	0,4	6.776	4,4
Andre aktiver / Anden gæld		-3.025	-1,9	2.380	1,6

■ Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	23.10.2013
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6050182
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer fortrinsvis i virksomhedsobligationer udstedt af selskaber hjemmehørende i eller med en væsentlig del af deres aktiviteter i emerging markets-lande. Definitionen af emerging markets sker med udgangspunkt i MSCI's landeklassifikation og omfatter lande, som ikke er en del af MSCI's developed markets-univers. Afdelingen kan endvidere investere i virksomhedsobligationer udstedt af selskaber, der er hjemmehørende i et land inden for EU eller et land, som EU har indgået aftale med på det finansielle område. Obligationerne udvælges efter value-principperne. Det vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningssevne og stærke balancer. Der fokuseres ligeledes på at holde niveauet for selskabets samlede gæld i forhold til egenkapital, sikkerhedsstillelse eller indtjening på et lavt niveau. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til DKK.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -3,70 %, mens benchmark steg med 4,53 %. Resultatet er utilfredsstillende og lever ikke op til vores forventninger. Den negative udvikling kan blandt andet tilskrives en lang række makroøkonomiske faktorer kombineret med afdelingens overvægt mod udvalgte sektorer. Især eksponering mod minesektoren og energi samt mod lande med stor afhængighed af råvarerelateret eksport såsom Mexico, Rusland og Brasilien bidrog negativt til afkastet i den sidste halvdel af 2014. De dramatiske fald i råvarepriser og lokale valutaer har svækket balancen for mange selskaber hjemmehørende i emerging markets. Det var især faldende priser på råvarer som olie, metaller og fødevarer, som var med at til påvirke afdelingens afkast i negativ retning.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens investeringsområde er emerging markets og således eksponeres afdelingen over for politisk risiko, heriblandt ændringer i ejendomsrettigheder, der kan påvirke afdelingens afkast negativt. Afdelingen har med sin eksponering mod Kina en risiko for at blive yderligere ramt af den lidt uventede økonomiske opbremsning, som har efterdønninger. Afdelingen har søgt at mindske følsomheden for en pludselig forværring i den kinesiske økonomi ved at fokusere på korte obligationer udstedt af solide selskaber.

Afdelingen investerer efter value-strategien, og derfor kan afkastet afvige fra benchmark. I forlængelse heraf kan det påvirke afdelingens afkast negativt, hvis efterspørgslen eksempelvis i højere grad vil være efter obligationer fra større ikke-cykliske selskaber samt selskaber, som er mindre konjunkturfølsomme.

Forventninger

Som følge af de faldende råvarepriser og manglende efterspørgsel blev mange af de store økonomier i emerging markets sat under stort pres slutningen af 2014. Derfor har mange af landene måttet revidere de økonomiske udsigter for 2015, og en del lande står på trappen som kandidater til økonomisk hjælp fra IMF. Eksponeringen mod finansielle selskaber vil forblive på et lavt niveau, da der stadig venter udfordringer forude – særligt for banker med stor eksponering mod emerging markets og råvarer. Derudover vil vi reducere eksponeringen mod energi og materialer. Afdelingen har og vil fortsat øge eksponeringen mod lande, hvor de hjemmehørende selskaber står til at nyde godt af faldende råvarepriser og flere politiske og økonomiske reformer.

Fortsatte geopolitiske spændinger i Østeuropa kan fortsat skabe udfordringer ind i 2015. Samtidig kan skærpede sanktioner betyde, at en i forvejen svag russisk og ukrainsk økonomi kommer under yderligere pres. Det kan ramme enkelte virksomheder direkte samt udskyde et økonomisk opsving i Europa. Råvare- og energipriserne ventes alt andet lige, at blive mere svingende - to vigtige områder for virksomheder i emerging markets. Forventningerne til afkastet for 2015 vil være meget afhængigt af udviklingen i den globale økonomi. Såfremt situationen forbliver uændret, forventes afdelingen at levere et svagt positivt afkast. Såfremt der sker en bedring, forventes et stærkt resultat, som vil være bedre end markedet.

Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	10.613	364
I alt renter og udbytter	10.613	364
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-587	-318
Kapitalandele	52	0
Afledte finansielle instrumenter	-18.065	451
Valutakonti	246	9
Handelsomkostninger	11	0
I alt kursgevinster og -tab	-18.365	142
3 Administrationsomkostninger	2.454	202
Resultat før skat	-10.206	304
Årets nettoresultat	-10.206	304
4 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	2.585	74
Overført fra sidste år	695	0
I alt formuebevægelser	3.280	74
Til disposition	-6.926	378
Til rådighed for udlodning	-1.872	695
Overført til næste år	-1.872	695
Overført til formuen	-5.054	-317

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.316	32.555
Likvider	1.316	32.555
5 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.285	1.619
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	146.422	45.149
Obligationer	149.707	46.768
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	3.325	991
Andre tilgodehavender	20	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	61	515
Andre aktiver	3.406	1.506
Aktiver	154.429	80.829
Passiver		
6 Medlemmernes formue	151.363	80.779
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	3.005	30
Afledte finansielle instrumenter	3.005	30
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	20
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	61	0
Anden gæld	61	20
Passiver	154.429	80.829

Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			4 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	10	0	Udlodning overført fra sidste år	695	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	195	27	Renter og udbytter	10.613	364
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	10.408	337	Kursgevinst til udlodning	-15.874	459
Renteindtægter	10.613	364	Udlodningsregulering af indkomst	2.694	113
I alt renter (netto)	10.613	364	I alt Indkomst	-1.872	936
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-2.454	-202
Noterede obligationer fra danske udstedere	-567	5	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-109	-39
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-20	-323	I alt administrationsomkostninger	-2.563	-241
Obligationer	-587	-318	I alt til rådighed for udlodning brutto	-4.435	695
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	52	0	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	2.563	0
Kapitalandele	52	0	I alt til rådighed for udlodning netto	-1.872	695
Afledte finansielle instrumenter			5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Valutaterminsforretninger/valu tafutures	-18.065	451	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Valutaterminsforretninger/valut afutures	-18.065	451	Segmentfordeling		
Valutakonti	246	9	Andre	1,18	0,00
Handelsomkostninger			EM obl.	70,91	33,72
Bruttohandelsomkostninger	158	36	likvider m.m.	1,13	42,10
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	147	36	Virk. obl.	26,78	24,18
Handelsomkostninger	11	0	Geografisk fordeling		
I alt kursgevinster og -tab	-18.365	142	Danmark	2,17	2,00
3 Administrationsomkostninger			Fjernøsten ex. Japan	19,98	9,11
Fast administrationshonorar	2.454	202	likvider m.m.	1,13	42,10
Administrationsomkostninger - fælles	2.454	202	Mellemøsten og Afrika	4,60	1,96
Administrationsomkostninger	2.454	202	Nordamerika	23,99	18,59
			Nordeuropa	13,81	10,66
			Skandinavien	1,73	1,34
			Storbritannien	12,03	8,78
			Sydamerika	14,35	3,70
			Sydeuropa	0,17	1,75
			Østeuropa	6,06	0,00

Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.
6 Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	79.085	80.779		0
Emissioner i perioden	112.792	118.665	79.085	79.882
Indløsninger i perioden	-38.000	-39.014		0
Emissionstillæg		675		593
Indløsningsfradrag		464		0
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-2.585		-74
Overført til udlodning fra sidste år		-695		0
Overført til udlodning næste år		-1.872		695
Overført fra resultatopgørelsen		-5.054		-317
Medlemmernes formue (ultimo)	153.877	151.363	79.085	80.779
Nøgletal 1	2014	2013		
Årets afkast i %	-3,70	2,14		
Benchmarkafkast i %	4,53	-0,21		
Indre værdi pr. andel	98,37	102,14		
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	-10.206	304		
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00		
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	153.877	79.085		
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	151.363	80.779		
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,56	1,41		
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	2.454	202		
ÅOP	2,12	2,01		
Omsætningshastighed	0,05	-0,29		
Skattekurs	98,51	104,10		
Sharpe Ratio Benchmark	1,02			
Volatilitet Benchmark i %	5,49			
	2014		2013	
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	149.707	98,9	46.768	57,9
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter	1.316	0,9	32.555	40,3
Andre aktiver / Anden gæld	3.345	2,2	1.486	1,8

■ High Yield Value Bonds Udb.

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	28.08.2007
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6008860
Risikoklasse:	5

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale virksomhedsobligationer udstedt af børsnoterede og private selskaber. Obligationerne udvælges efter value-principperne. Det vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningssevne og stærke balancer. Der fokuseres ligeledes på at holde niveaue for selskabets samlede gæld i forhold til egenkapital, sikkerhedsstillelse og indtjening på et lavt niveau. Obligationsudvælgelsen sker ligeledes ud fra relative værdibetragninger. Obligationerne udvælges i high yield-segmentet med ratings fra BB+ til CCC. En 3.del af beholdningen kan dog have investment grade-kreditvurdering. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til DKK. EUR afdækkes ikke over for DKK.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -16,74 %, mens benchmark steg med 2,13 %. Afkastet var meget utilfredsstillende og levede ikke op til vores forventninger. En høj eksponering mod minesektoren og energi, som blev etableret året tidligere, bidrog med store absolutte tab. Historisk set har olie været et godt værn mod geopolitisk uro, men afmatningen i den globale økonomi, primært drevet af Kina, overskyggede situationen i Rusland og Ukraine. Olieprisen lå ellers stabilt gennem årets første seks måneder på ca. 110 dollars/tønde for Brent-olie, men forventet produktionsvækst sammenholdt med udsigten til lavere efterspørgsel fik priserne til at falde i 3. kvartal og begyndelsen af 4. kvartal. OPEC's beslutning om at opretholde det eksisterende produktionsniveau pressede prisen yderligere, og den faldt kraftigt med 30 % og sluttede året i niveaue 57 dollars pr. tønde. Andre råvarer endte ligeledes 2014 i de laveste niveauer i årevis, hvor særligt jernmalm blev hårdt ramt. Jernmalm er faldet godt 60 % over de seneste to år.

De drastiske fald inden for olie og andre råvarer kombineret med stigende illikviditet i de sekundære markeder betød, at en række selskaber kursmæssigt blev handlet ned på meget lave niveauer ved årets udgang. Likviditeten i de sekundære markeder for virksomhedsobligationer er næsten forsvundet, og markedsforholdene er tæt på det, vi observerede tilbage i 2008.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens største investeringsområde er fortsat råvarer, herunder specielt olie, selvom andelen er nedbragt i den forgangne periode. Det er målsætningen i 2015 at bringe andelen ned på samme niveau som det generelle marked for high yield-obligationer, men at det skal gøres således, at en væsentlig del af afkastpotentialet ved en stigende oliepris bibeholdes. Generelt vil afdelingen fremadrettet have en risikoprofil som i højere grad afspejler det brede marked, hvilket vil betyde mindre udsving i afkastet over tid, målt i forhold til benchmark.

Såfremt afmatningen i den kinesiske økonomi fortsætter, vil det øge risikoen for, at flere energi- og råvareproducerende selskaber kommer i finansielle problemer og dermed have en negativ effekt på afdelingens afkast. Omvendt ser vi stærke signaler fra den amerikanske økonomi, som kan være bidragende til øget global vækst og dermed igen sætte gang i efterspørgslen efter netop energi og råvarer. Afdelingen investerer efter value-strategien, og derfor kan afkastet afvige fra benchmark. I forlængelse heraf kan det påvirke afdelingens afkast negativt, hvis efterspørgslen eksempelvis i højere grad vil være efter obligationer fra større ikke-cykliske selskaber samt selskaber, som er mindre konjunkturfølsomme.

Forventninger

I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, og det generelle billede bliver nok en mere afdæmpet vækst end i USA. Der er fortsat en række strukturelle problemer i lande som Frankrig, Italien og Grækenland – sidstnævnte som i slutningen af 2014 varslede en mulig exit fra euro-samarbejdet. Vi forventer ikke de store finansielle reformer, og derfor er bolden nu spillet over til ECB. Vi forventer, at en aggressiv gennemførelse af pengepolitiske lempelser fra ECB vil medføre en større indsnævring af kreditspænd, og selvom ECB ikke vil opkøbe high yield-obligationer, vil centralbankens støtteopkøb tvinge investorer længere ned i kapitalstrukturen og ud i high yield-obligationer. Faldet i olie- og råvarepriser har ligeledes gjort mange selskaber attraktive i forhold til virksomhedsovertagelser. Øget M&A-aktivitet i energisektoren vil være en vigtig driver for merafkast i afdelingerne, da vores high yield-strategier investerer i obligationer fra de mindre energiselskaber. Klausulerne på disse obligationer medfører typisk, at obligationen kan sælges tilbage til kursen på udstedelsestidspunktet, hvis der sker ejermæssige ændringer i et selskab. Dette vil være yderst positivt for porteføljen. Forventningerne til afkastet for 2015 vil være meget afhængigt af udviklingen i den globale økonomi. Såfremt situationen forbliver uændret, forventes afdelingen at levere et svagt positivt afkast. Såfremt der sker en bedring, forventes et stærkt resultat, som vil være bedre end markedet.

High Yield Value Bonds Udb.

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	235.172	256.551
I alt renter og udbytter	235.172	256.551
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-453.370	-156.316
Kapitalandele	-22.917	24.901
Afledte finansielle instrumenter	-196.570	95.309
Valutakonti	2.350	-4.887
Handelsomkostninger	1.685	979
I alt kursgevinster og -tab	-672.192	-41.972
3 Administrationsomkostninger	44.758	39.248
Resultat før skat	-481.778	175.331
Årets nettoresultat	-481.778	175.331
4 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-4.606	35.640
Overført fra sidste år	876	4.205
I alt formuebevægelser	-3.730	39.845
Til disposition	-485.508	215.176
Til rådighed for udlodning	121.936	394.254
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	121.698	393.378
Overført til næste år	238	876
Overført til formuen	-607.444	-179.078

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	75.337	58.815
Likvider	75.337	58.815
5 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	68.243	25.945
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.173.980	2.765.057
Obligationer	2.242.223	2.791.002
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	24.901
Kapitalandele	0	24.901
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	51.150	85.318
Andre tilgodehavender	357	4.865
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	11.373
Andre aktiver	51.507	101.556
Aktiver	2.369.067	2.976.274
Passiver		
6 Medlemmernes formue	2.333.952	2.956.905
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	35.114	5.434
Afledte finansielle instrumenter	35.114	5.434
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1	73
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	13.862
Anden gæld	1	13.935
Passiver	2.369.067	2.976.274

High Yield Value Bonds Udb.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			4 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	269	12	Udlodning overført fra sidste år	876	4.205
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.623	1.477	Fremførte tab fra sidste år	0	-36.950
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	231.280	255.062	Renter og udbytter	235.172	256.551
Renteindtægter	235.172	256.551	Kursgevinst til udlodning	-64.747	174.057
I alt renter (netto)	235.172	256.551	Udlodningsregulering af indkomst	-6.317	40.416
2 Kursgevinster og -tab			I alt Indkomst	164.984	438.279
Noterede obligationer fra danske udstedere	-2.563	3.822	Administrationsomkostninger til modregning	-44.758	-39.248
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-450.807	-160.138	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	1.711	-4.776
Obligationer	-453.370	-156.316	I alt administrationsomkostninger	-43.047	-44.024
Noterede aktier fra danske selskaber	-8	0	I alt til rådighed for udlodning brutto	121.936	394.254
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-22.909	24.901	I alt til rådighed for udlodning netto	121.936	394.254
Kapitalandele	-22.917	24.901	5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Afledte finansielle instrumenter			Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Valutaterminsforetninger/valuta futures	-196.570	95.309	Segmentfordeling		
Valutaterminsforetninger/valuta futures	-196.570	95.309	Energi	28,99	24,28
Valutakonti	2.350	-4.887	Finans	25,28	28,49
Handelsomkostninger			Forbrugsgoder	6,30	7,82
Bruttohandelsomkostninger	2.472	1.929	Forsyning	0,29	0,22
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	787	950	Industri	20,25	15,90
Handelsomkostninger	1.685	979	IT	0,37	1,21
I alt kursgevinster og -tab	-672.192	-41.972	Konsumentvarer	0,14	1,64
3 Administrationsomkostninger			likvider m.m.	4,16	4,96
Fast administrationshonorar	44.732	39.248	Materialer	9,44	12,68
Administrationsomkostninger - fælles	44.732	39.248	Sundhedspleje	0,26	0,00
Gebyrer til depotselskab	26	0	Telekommunikation	4,52	2,80
Administrationsomkostninger - direkte	26	0	Geografisk fordeling		
Administrationsomkostninger	44.758	39.248	Danmark	2,91	0,88
			Fjernøsten ex. Japan	5,43	7,35
			likvider m.m.	4,16	4,96
			Mellemøsten og Afrika	4,04	4,33
			Nordamerika	17,65	7,04
			Nordeuropa	10,46	14,50
			Skandinavien	17,82	21,97
			Storbritannien	23,78	20,24
			Sydamerika	0,24	0,26
			Sydeuropa	13,04	18,09
			Østeuropa	0,47	0,38

High Yield Value Bonds Udb.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
6 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	2.789.912	2.956.905	2.253.548	2.454.733	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-393.378		-225.355	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.050		11.107	
Emissioner i perioden	689.202	654.471	650.735	664.698	
Indløsninger i perioden	-436.660	-408.162	-114.371	-127.107	
Emissionstillæg		4.275		3.429	
Indløsningsfradrag		2.669		69	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		4.606		-35.640	
Overført til udlodning fra sidste år		-876		-4.205	
Overført til udlodning næste år		238		876	
Foreslået udlodning		121.698		393.378	
Overført fra resultatopgørelsen		-607.444		-179.078	
Medlemmernes formue (ultimo)	3.042.454	2.333.952	2.789.912	2.956.905	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	-16,74	6,92	27,62	-8,06	17,01
Benchmarkafkast i %	2,13	6,51	17,90	3,01	14,69
Indre værdi pr. andel	76,71	105,99	108,93	95,18	114,24
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	-481.778	175.331	461.565	-122.513	76.652
Årets udlodning pr. andel i kr.	4,00	14,10	10,00	11,25	11,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	3.042.454	2.789.912	2.253.548	1.462.883	685.207
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	2.333.952	2.956.905	2.454.733	1.392.397	782.752
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	44.758	39.248	29.664	16.982	9.069
ÅOP	2,13	1,95	1,94	1,91	1,91
Omsætningshastighed	0,32	0,30	0,12	0,27	0,50
Skattekurs	76,90	107,90	110,90	97,25	115,97
Sharpe Ratio Benchmark	1,17				
Sharpe Ratio Afdeling	0,32				
Volatilitet Benchmark i %	6,56				
Volatilitet Afdeling i %	10,70				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		2.242.223	96,1	2.815.903	95,2
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		75.337	3,2	58.815	2,0
Andre aktiver / Anden gæld		51.506	2,2	87.621	3,0

■ Indeksobligationer

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	01.09.1989
Investeringskoncept:	Rente
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1576208
Risikoklasse:	4

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i danske og udenlandske indeksobligationer samt pengemarkedsinstrumenter.

Målet for afdelingen er at give et inflationssikret afkast og et risikoniveau svarende til en mellemlang dansk obligationsafdeling. Valutarisiko bliver i al væsentlighed afdækket. Valutaeksponering i EUR afdækkes ikke over for DKK.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,64 %, mens benchmark steg med 8,80 %. Afdelingens afkast er meget tilfredsstillende i forhold til forventningerne ved årsskiftet, og tilfredsstillende i forhold til afkastet i benchmark. Ved årsskiftet forventede vi stigende renter i løbet af 2014 samt lave realiserede inflationstal. Det var grunden til, at vi forventede at afdelingen og aktivklassen generelt ville komme under pres i løbet af 2014. I løbet af 2014 fik vi også lave realiserede tal for inflation, men samtidig fik vi mod forventning faldende renter. De faldende renter har medført positivt afkast i aktivklassen. En af årsagerne til, at afdelingen gav en smule lavere afkast end benchmark var en kort varighed i forhold til benchmarket i starten af året. Varigheden blev ført op i afdelingen hen over foråret og er nu over varighed i benchmark.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer globalt. I forhold til afdelingens benchmark er den overvægtet i Australien, Canada og UK. Afdelingen har en undervægt i Frankrig, Tyskland og en mindre undervægt i den korte del af den amerikanske rentekurve.

Forventninger

Et væsentligt spørgsmål er, om den amerikanske centralbank vil forhøje styringsrenten i løbet af 2015. Det afhænger af den økonomiske aktivitet i USA, og som det ser ud i øjeblikket, kan vi forvente at det vil ske engang i 2. halvår af 2015. Omkring 75 % af benchmark udgøres af UK og USA. Specielt i USA er der tegn på, at inflationen og den økonomiske aktivitet er på vej op, mens aktiviteten i Europa omvendt er stagnerende på et meget lavt niveau. Det forventes nu, at ECB i 1. halvår 2015 vil starte en ekspansiv pengepolitik - som man har set det i USA og Japan - for at få gang i den europæiske vækst. Dette vil alt andet lige understøtte europæiske obligationer. Vi forventer derfor fortsat lave(re) renter i Europa og stigende renter i USA. Vi forventer et positivt afkast for 2015, dog ikke på niveau med afkastet for 2014.

Indeksobligationer

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	7.836	12.236
I alt renter og udbytter	7.836	12.236
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	91.878	-87.796
Afledte finansielle instrumenter	-48.369	34.089
Valutakonti	727	-1.619
Handelsomkostninger	721	242
I alt kursgevinster og -tab	43.515	-55.084
3 Administrationsomkostninger	3.189	4.472
Resultat før skat	48.162	-47.320
4 Skat	89	0
Årets nettoresultat	48.073	-47.320
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.713	-7.307
Overført fra sidste år	163	1.295
I alt formuebevægelser	1.876	-6.012
Til disposition	49.949	-53.332
Til rådighed for udlodning	-19.291	45.123
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	0	44.960
Overført til næste år	-19.291	163
Overført til formuen	69.240	-98.455

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	12.343	28.214
Likvider	12.343	28.214
6 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.135	15.849
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	540.205	592.144
Obligationer	542.340	607.993
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.684	2.792
Andre tilgodehavender	0	15
Andre aktiver	1.684	2.807
Aktiver	556.367	639.014
Passiver		
7 Medlemmernes formue	541.865	634.749
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	10.497	1.623
Afledte finansielle instrumenter	10.497	1.623
Anden gæld		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.005	2.642
Anden gæld	4.005	2.642
Passiver	556.367	639.014

Indeksobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	10	7	Udlodning overført fra sidste år	163	1.295
Noterede obligationer fra danske udstedere	8	30	Fremførte tab fra sidste år	0	-23.016
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.818	12.199	Renter og udbytter	7.747	12.236
Renteindtægter	7.836	12.236	Kursgevinst til udlodning	-28.623	66.387
I alt renter (netto)	7.836	12.236	Udlodningsregulering af indkomst	1.422	-8.202
2 Kursgevinster og -tab			I alt Indkomst	-19.291	48.700
Noterede obligationer fra danske udstedere	745	-1.811	Administrationsomkostninger til modregning	-3.189	-4.472
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	91.133	-85.985	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	291	895
Obligationer	91.878	-87.796	I alt administrationsomkostninger	-2.898	-3.577
Afledte finansielle instrumenter			I alt til rådighed for udlodning brutto	-22.189	45.123
Valutaterminsforetninger/valutafutures	-48.369	34.089	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	2.898	0
Valutaterminsforetninger/valutafutures	-48.369	34.089	I alt til rådighed for udlodning netto	-19.291	45.123
Valutakonti	727	-1.619	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Handelsomkostninger			Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	797	527	Segmentfordeling		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	76	769	likvider m.m.	-0,09	4,22
Handelsomkostninger	721	242	stater	100,09	95,78
I alt kursgevinster og -tab	43.515	-55.084	Geografisk fordeling		
3 Administrationsomkostninger			Danmark	0,39	2,50
Fast administrationshonorar	3.182	4.472	Fjernøsten ex. Japan	2,19	5,71
Administrationsomkostninger - fælles	3.182	4.472	Japan	1,59	2,74
Gebyrer til depotselskab	7	0	likvider m.m.	-0,09	4,22
Administrationsomkostninger - direkte	7	0	Nordamerika	48,95	45,07
Administrationsomkostninger	3.189	4.472	Nordeuropa	0,23	9,84
4 Skat			Skandinavien	1,92	2,76
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	89	0	Storbritannien	36,22	23,92
Skat	89	0	Sydeuropa	8,59	3,25

Indeksobligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	478.303	634.749	661.301	972.302	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-44.960		-38.025	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		1.861		382	
Emissioner i perioden	2.841	3.613	59.049	83.529	
Indløsninger i perioden	-77.300	-101.802	-242.047	-336.731	
Indløsningsfradrag		331		612	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-1.713		7.307	
Overført til udlodning fra sidste år		-163		-1.295	
Overført til udlodning næste år		-19.291		163	
Foreslået udlodning		0		44.960	
Overført fra resultatopgørelsen		69.240		-98.455	
Medlemmernes formue (ultimo)	403.844	541.865	478.303	634.749	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	8,64	-6,08	2,87	10,27	1,61
Benchmarkafkast i %	8,80	-5,76	5,55	11,76	
Indre værdi pr. andel	134,18	132,71	147,03	144,44	130,99
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	48.073	-47.320	25.907	71.164	7.462
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	9,40	5,75	1,50	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	403.844	478.303	661.301	587.698	347.188
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	541.865	634.749	972.302	848.856	454.775
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	3.189	4.472	5.144	3.516	2.496
ÅOP	0,91	0,75	0,81	0,77	0,78
Omsætningshastighed	0,76	0,04	0,17	0,72	0,59
Skattekurs	134,04	132,78	149,00	145,80	130,19
Sharpe Ratio Benchmark	1,01				
Sharpe Ratio Afdeling	0,67				
Volatilitet Benchmark i %	4,37				
Volatilitet Afdeling i %	4,12				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		542.340	100,1	607.993	95,8
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		12.343	2,3	28.214	4,4
Andre aktiver / Anden gæld		-2.321	-0,4	165	0,0

■ Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.10.2012
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6044425
Risikoklasse:	4

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale noterede virksomhedsobligationer udstedt af børsnoterede og private selskaber. Obligationerne udvælges efter value-principperne. Det vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningsevne og stærke balancer. Der fokuseres ligeledes på at holde niveauet for selskabets samlede gæld i forhold til egenkapitalen, sikkerhedsstillelse og indtjening på et lavt niveau. Virksomhedsobligationerne vil til enhver tid have en rating på minimum Baa3/BBB- fra et kreditvurderingsbureau, der er registreret i henhold til den enhver tid gældende forordning om kreditvurderingsbureauer. Dog kan op til 5 % af virksomhedsobligationerne have en rating under Baa3/BBB-, såfremt der sker en nedgradering af den pågældende virksomhedsobligation efter investeringstidspunktet. Obligationsudvælgelsen sker på samme måde på baggrund af teoretisk velfunderede principper, hvor det er risikoen for fallit, som er fokusområdet og ikke gevinstpotentialt. Valutarisiko i andre valutaer end EUR bliver som hovedregel afdækket til DKK.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,16 %, mens benchmark steg med 7,49 %. Afkastet på obligationerne, som har ligget i afdelingen, vurderes som tilfredsstillende. Afdelingens samlede afkast er dog blevet forringet af den foretagne renteafdækning, som var begrundet i risikoen for stigende renter ved indgangen til 2014. Den økonomiske afmatning i Europa betød dog, at statsrenterne fortsatte med at falde gennem hele 2014. Generelt set har afdelingen dog nydt godt af at investere i længere løbende obligationer, der er muliggjort af den foretagne renteafdækning.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer globalt, herunder også emerging markets. Det største investeringsområde er dog fortsat Europa. Set i forhold til årets start er kreditspændene i Europa indsnævret betydeligt, men der er fortsat fornuftig værdi inden for bestemte sektorer, når man holder obligationskurserne op mod den forbedrede kreditkvalitet i virksomhederne. Det betyder, at den økonomiske og politiske udvikling i Europa derfor vil have særlig stor betydning for afdelingens fremtidige afkast. Afdelingen har en mindre overvægt inden for emerging markets sammenlignet med benchmark, hvorfor udviklingen her også vil have betydning for afdelingens fremtidige afkast. Afdelingen afdækker delvist renterisiko for at beskytte afkastet mod stigende statsrenter. Hvis statsrenterne, modsat vores forventninger, falder væsentligt, vil det have negativ betydning for afdelingens afkast.

Forventninger

Udsigterne for investment grade-obligationer er lidt mindre entydige, da højere renter virker sandsynlige i USA, mens renterne i Europa fortsat vil være lave, så længe inflationsforventningerne forbliver på meget lave niveauer. Vi vil opretholde den relativt høje eksponering mod finansielle selskaber – primært europæiske - i begyndelsen af det nye år, men denne vil gradvist blive reduceret henover året, i takt med at udsigterne for europæiske virksomhedsobligationer bedres.

Vi forventer, at 2015 bliver et relativt stabilt år for investment grade-obligationer. Moderat vækst i den vestlige verden betyder sammen med lav inflation, at centralbankerne vil fastholde en relativ lempelig pengepolitik specielt i Europa. Det kan ikke afvises, at kreditspændene kan indsnævres yderligere, men denne gevinst må forventes at blive helt eller delvist spist op af stigende renter, specielt i USA hvor centralbanken har neddrolet støtteopkøbene i obligationsmarkedet, og forbedringer på arbejdsmarkedet kan øge forventningerne til fremtidige renteforhøjelser. Vi vil derfor fortsat benytte rentefutures til at beskytte afkastet mod rentestigninger.

Vi er dog fortsat opmærksomme på udviklingen i Kina, hvor økonomien viser tegn på overophedning. Samtidig vil vi forsøge at undgå virksomheder, der øger gældsætningen på baggrund af bedre konjunkturer og for at skabe høje afkast til aktionærerne. Dette gælder specielt i USA, hvor genopretningen af økonomien er længere fremme end i Europa. Det vil typisk være virksomheder med stabile forretningsområder og pengestrømme, som tilbagekøber egne aktier eller opkøber konkurrenter. Vi forventer, at afdelingen fortsat vil udvikle sig positivt i 2015 og levere et afkast på niveau med 2014.

Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	58.087	17.457
I alt renter og udbytter	58.087	17.457
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	127.928	2.496
Afledte finansielle instrumenter	-121.232	6.855
Valutakonti	1.166	163
Handelsomkostninger	602	442
I alt kursgevinster og -tab	7.260	9.072
I alt nettoindtægter	65.347	26.529
3 Administrationsomkostninger	18.108	5.350
Resultat før skat	47.239	21.179
4 Skat	27	17
Årets nettoresultat	47.266	21.162
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-8.223	17.320
Overført fra sidste år	533	1.421
I alt formuebevægelser	-7.690	18.741
Til disposition	39.576	39.903
Til rådighed for udlodning	-46.326	44.758
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	0	44.225
Overført til næste år	-46.326	533
Overført til formuen	85.902	-4.855

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	131.044	55.825
Likvider	131.044	55.825
6 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	89.471	22.993
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.789.240	579.228
Obligationer	1.878.711	602.221
Afledte finansielle instrumenter		
Noterede afledte finansielle instrumenter	191	0
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	3.284
Afledte finansielle instrumenter	191	3.284
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	35.647	9.786
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.086	7.096
Andre aktiver	36.733	16.882
Aktiver	2.046.679	678.212
Passiver		
7 Medlemmernes formue	2.020.253	676.985
Afledte finansielle instrumenter		
Noterede afledte finansielle instrumenter	4.588	0
Unoterede afledte finansielle instrumenter	21.710	1.108
Afledte finansielle instrumenter	26.298	1.108
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	128	119
Anden gæld	128	119
Passiver	2.046.679	678.212

Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	173	-2	Udlodning overført fra sidste år	533	1.421
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.881	653	Renter og udbytter	58.087	17.450
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	55.033	16.799	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	27	-17
Øvrige indtægter	0	7	Kursgevinst til udlodning	-104.761	13.933
Renteindtægter	58.087	17.457	Udlodningsregulering af indkomst	-212	20.601
I alt renter (netto)	58.087	17.457	I alt Indkomst	-46.326	53.388
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-18.108	-5.350
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.670	1.376	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-8.011	-3.281
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	126.258	1.120	I alt administrationsomkostninger	-26.119	-8.631
Obligationer	127.928	2.496	I alt til rådighed for udlodning brutto	-72.445	44.758
Afledte finansielle instrumenter			Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	26.119	0
Valutaterminsforretninger/valu tafutures	-91.036	4.071	I alt til rådighed for udlodning netto	-46.326	44.758
Renteterminsforretninger/rente futures	-30.196	2.784	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Valutaterminsforretninger/valut afutures	-121.232	6.855	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Valutakonti	1.166	163	Segmentfordeling		
Handelsomkostninger			Andre	1,90	2,26
Bruttohandelsomkostninger	1.511	597	EM obl.	12,61	18,27
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	909	155	likvider m.m.	7,01	11,04
Handelsomkostninger	602	442	Virk. obl.	78,49	68,42
I alt kursgevinster og -tab	7.260	9.072	Geografisk fordeling		
3 Administrationsomkostninger			Danmark	4,43	3,40
Fast administrationshonorar	18.108	5.350	Fjernøsten ex. Japan	0,60	2,61
Administrationsomkostninger - fælles	18.108	5.350	likvider m.m.	7,01	11,04
Administrationsomkostninger	18.108	5.350	Nordamerika	25,28	19,56
4 Skat			Nordeuropa	22,77	19,60
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	27	17	Skandinavien	3,74	0,79
Skat	27	17	Storbritannien	17,25	22,46
			Sydamerika	1,76	2,08
			Sydeuropa	17,16	16,65
			Østeuropa	0,00	1,82

Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.
7 Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	622.890	676.985	168.246	173.579
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-44.225		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-4.371		0
Emissioner i perioden	1.276.527	1.350.283	454.644	479.958
Indløsninger i perioden	-11.000	-12.124		1
Emissionstillæg		6.439		2.285
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		8.223		-17.320
Overført til udlodning fra sidste år		-533		-1.421
Overført til udlodning næste år		-46.326		533
Foreslået udlodning		0		44.225
Overført fra resultatopgørelsen		85.902		-4.855
Medlemmernes formue (ultimo)	1.888.417	2.020.253	622.890	676.985
Nøgletal 1	2014	2013	2012	
Årets afkast i %	5,16	5,26	3,17	
Benchmarkafkast i %	7,49	-0,44	10,22	
Indre værdi pr. andel	106,98	108,68	103,17	
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	47.266	21.162	3.933	
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	7,10	0,00	
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	1.888.417	622.890	168.246	
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	2.020.253	676.985	173.579	
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,26	1,26	1,00	
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	18.108	5.350	446	
ÅOP	1,63	1,68	1,38	
Omsætningshastighed	1,77	1,67	0,57	
Skattekurs	108,70	110,50	104,70	
Sharpe Ratio Benchmark	1,53			
Volatilitet Benchmark i %	3,40			
	2014		2013	
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.878.711	93,0	602.221	89,0
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter	131.235	6,5	59.109	8,7
Andre aktiver / Anden gæld	36.605	1,8	16.763	2,5

■ Korte Obligationer

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	31.08.1974
Investeringskoncept:	Rente
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6010520
Risikoklasse:	2

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer primært i danske obligationer. Obligationsporteføljen har en korrigeret varighed på mellem 2 og 3 år. Investeringerne koncentrerer sig om realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer og statsobligationer. Alternativt kan der investeres i stats- og realkreditobligationer udstedt i EUR, hvis det vurderes attraktivt. Den forholdsvis korte porteføljevareghed bevirker, at investorerne sjældent vil opleve store og meget pludselige kursudsving.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 1,97 %, mens benchmark steg med 1,46 %. Afdelingens afkast er – i lyset af det lave renteniveau ved indgangen til 2014 – særdeles tilfredsstillende i både relative og absolutte termer og over niveauet for de forventninger, der blev meddelt i årsrapporten for 2013. Årets afkast skal ses i lyset af, at 2014 var et godt år for danske obligationer, eftersom den 10-årige danske statsobligationsrente faldt med hele 1,4 % over året og sikrede fine absolutte afkast for det danske obligationsmarked som helhed. For danske realkreditobligationer som aktivklasse bød 2014 overordnet set også på performance fra de tre overordnede afkastkomponenter, dvs. det generelle renteniveau faldt, rentespændet mellem korte og lange renter faldt, og renterne på realkreditobligationer faldt mere end på statsobligationer.

De konverterbare realkreditobligationer kunne godt klare rentefaldet i 1. halvår uden de store konverteringer, men i 2. halvår begyndte den opbyggede konverteringstrussel at materialisere sig i forbindelse med at 2,5 % 2047-serierne kom op i et attraktivt udstedelsesniveau. Januar 2014 terminen (med opsigelsesfrist ultimo oktober) viste sig at blive den næststørste konverteringstermin nogensinde målt i procent af udestående mængde konverterbare realkreditobligationer. Dette gav anledning til en del underperformance både direkte i form af kurstab i forbindelse med indfrielse og indirekte i form af spændudvidelser i den efterfølgende handel. Afdelingen er eksponeret mod konverteringstruede papirer, og derfor kostede 2. halvår en del af den opbyggede merperformance fra 1. halvår. Afdelingen har genplaceret størstedelen af pengene fra kupon/førtidsindfrielse i rentetilpasningsobligationer og variabelt forrentede obligationer, og afdelingen gik således ind i 2015 med en reduceret eksponering mod konverteringstruede papirer. Derudover gik efterårets rentetilpasningsauktioner svagere, end markedets forventning, primært pga. bankernes implementering af nye likviditets- og kapitaldækningsregler. Dette forplantede sig til resten af markedet og bidrog yderligere til en generel underperformance af realkreditobligationer, og det slog også negativt igennem på afdelingen. Året sluttede således mindre positivt end det startede, om end det samlet set var et rigtig fint år for danske obligationer.

Afdelingspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på sådanne obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Afdelingen har i løbet af året haft eksponering mod tyske og finske statsobligationer, men disse er blevet frasolgt i 2. halvår efter en periode med rigtig fin performance i europæiske statsobligationer generelt. Ved årets start har afdelingen en mindre eksponering mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks, og derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer pga. indeksobligationers direkte kobling til inflation.

Forventninger

De globale rentemarkeder vil i høj grad være drevet af: 1) olieprisen og dens dobbelte påvirkning af vækst og inflation, 2) den amerikanske centralbanks forventede renteforhøjelse og effekterne på de meget udbredte lavrentestrategier og 3) ECB's forventede likviditetsindsprøjtning via yderligere obligationsopkøb. Det danske realkreditmarked har også sine helt egne temaer for 2015: 1) potentielt massive konverteringer som følge af de lave refinansieringsrenter, 2) realkreditinstitutternes succes med endelig at flytte låntagerne fra finansiering med korte løbetider til længere løbetider og 3) nye likviditets- og kapitaldækningsregler, som påvirker bankernes investeringsadfærd. Selvom vi forventer, at Nationalbanken holder de korte danske renter i skak, så kan de globale centralbankers adfærd øge udsvingene i de lange renter. Ovenstående kan potentielt lægge pres på performance fra de tre tidligere beskrevne afkastkomponenter, som ved årets begyndelse også ligger på relativt dyre niveauer. Derfor forventer vi ikke, at 2015 overordnet set kommer til at byde på samme høje afkast på danske stats- og realkreditobligationer som 2014, og for afdelingen forventer vi derfor kun et afkast i underkanten af 1 %.

Korte Obligationer

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	140.759	155.314
Renteudgifter	-25	0
I alt renter og udbytter	140.734	155.314
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-247	-84.754
Valutakonti	-50	4
Handelsomkostninger	78	42
I alt kursgevinster og -tab	-375	-84.792
I alt nettoindtægter	140.359	70.522
3 Administrationsomkostninger	25.517	28.602
Resultat før skat	114.842	41.920
Årets nettoresultat	114.842	41.920
4 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-7.667	-4.186
Overført fra sidste år	4.090	5.612
I alt formuebevægelser	-3.577	1.426
Til disposition	111.265	43.346
Til rådighed for udlodning	112.555	126.816
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	111.338	122.726
Overført til næste år	1.217	4.090
Overført til formuen	-1.290	-83.470

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	16.928	8.334
Likvider	16.928	8.334
5 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.303.746	5.753.105
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	178.513	345.318
Obligationer	5.482.259	6.098.423
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	55.986	60.848
Andre tilgodehavender	19	30
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	145.300	225.000
Andre aktiver	201.305	285.878
Aktiver	5.700.492	6.392.635
Passiver		
6 Medlemmernes formue	5.375.643	6.185.133
Anden gæld		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	324.849	207.502
Anden gæld	324.849	207.502
Passiver	5.700.492	6.392.635

Korte Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			4 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	17	-10	Udlodning overført fra sidste år	4.090	5.612
Noterede obligationer fra danske udstedere	136.655	151.050	Renter og udbytter	140.760	155.314
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4.087	4.274	Kursgevinst til udlodning	889	-1.323
Renteindtægter	140.759	155.314	Udlodningsregulering af indkomst	-9.155	-5.017
Renteudgifter			I alt Indkomst	136.584	154.586
Renteudgifter optagne lån	-25	0	Administrationsomkostninger til modregning	-25.517	-28.602
Renteudgifter	-25	0	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	1.488	831
I alt renter (netto)	140.734	155.314	I alt administrationsomkostninger	-24.029	-27.771
2 Kursgevinster og -tab			I alt til rådighed for udlodning brutto	112.555	126.816
Noterede obligationer fra danske udstedere	-11.341	-79.504	I alt til rådighed for udlodning netto	112.555	126.816
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	11.094	-5.250	5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Obligationer	-247	-84.754	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Valutakonti	-50	4	Segmentfordeling		
Handelsomkostninger			Andre	0,93	1,08
Bruttohandelsomkostninger	120	56	Inkonv. obl.	61,80	53,22
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	42	14	Konv. obl.	24,18	28,37
Handelsomkostninger	78	42	likvider m.m.	-1,98	1,40
I alt kursgevinster og -tab	-375	-84.792	stater	15,08	15,93
3 Administrationsomkostninger			Geografisk fordeling		
Fast administrationshonorar	25.517	28.602	Danmark	96,42	87,18
Administrationsomkostninger - fælles	25.517	28.602	likvider m.m.	-1,98	1,40
Administrationsomkostninger	25.517	28.602	Nordeuropa	0,00	4,69
			Skandinavien	5,56	6,73

Korte Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
6 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	5.335.907	6.185.133	5.540.271	6.571.715	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-122.726		-193.909	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		10.872		6.107	
Emissioner i perioden	437.372	505.240	428.773	495.756	
Indløsninger i perioden	-1.134.176	-1.318.752	-633.137	-737.225	
Emissionstillæg		322		244	
Indløsningsfradrag		712		525	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		7.667		4.186	
Overført til udlodning fra sidste år		-4.090		-5.612	
Overført til udlodning næste år		1.217		4.090	
Foreslået udlodning		111.338		122.726	
Overført fra resultatopgørelsen		-1.290		-83.470	
Medlemmernes formue (ultimo)	4.639.103	5.375.643	5.335.907	6.185.133	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	1,97	0,69	3,34	5,20	4,10
Benchmarkafkast i %	1,46	-0,43	1,05	4,97	4,02
Indre værdi pr. andel	115,88	115,92	118,62	118,04	116,74
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	114.842	41.920	193.635	293.393	158.060
Årets udlodning pr. andel i kr.	2,40	2,30	3,50	3,25	4,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	4.639.103	5.335.907	5.540.271	4.684.144	4.316.780
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	5.375.643	6.185.133	6.571.715	5.529.035	5.039.284
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	25.517	28.602	26.465	24.572	19.988
ÅOP	0,60	0,60	0,61	0,61	0,61
Omsætningshastighed	0,25	0,22	0,31	0,42	0,44
Skattekurs	115,86	115,87	118,90	118,80	117,79
Sharpe Ratio Benchmark	0,98				
Sharpe Ratio Afdeling	1,54				
Volatilitet Benchmark i %	1,76				
Volatilitet Afdeling i %	1,67				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		5.482.259	102,0	6.098.423	98,6
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		16.928	0,3	8.334	0,1
Andre aktiver / Anden gæld		-123.544	-2,3	78.376	1,3

■ Lange Obligationer

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	31.08.1974
Investeringskoncept:	Rente
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6010539
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer primært i danske obligationer. Obligationsporteføljen har en korrigeret varighed på mellem 6 og 9 år. Investeringerne foretages i danske obligationer og koncentrerer sig om realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer og statsobligationer. Alternativt kan der investeres i stats- og realkreditobligationer udstedt i EUR, hvis det vurderes attraktivt. Afdelingen fokuserer på et langsigtet stabilt afkast og ikke på kortsigtede markedsbevægelser. Bevarelse af kapital og stabilt afkast er højeste prioritet.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,77 %, mens benchmark steg med 8,53 %. Afdelingens afkast er – i lyset af det lave renteniveau ved årets begyndelse – særdeles tilfredsstillende i både relative og absolutte termer, og det er markant over niveauet for de forventninger, der blev meddelt i årsrapporten for 2013. Afkastet skal ses i lyset af, at 2014 var et godt år for danske obligationer, idet den 10-årige danske statsobligationsrente faldt med hele 1,4 % over året og sikrede fine absolutte afkast for obligationsmarkedet som helhed.

De konverterbare realkreditobligationer kunne godt klare rentefaldet i 1. halvår uden de store konverteringer, men i 2. halvår begyndte konverteringstruslen at materialisere sig i forbindelse med, at 2,5 %'2047-serierne kom op i et attraktivt niveau. Januar 2014-terminen (med opsigelsesfrist ultimo oktober) viste sig at blive den næststørste konverteringstermin nogensinde. Dette gav del underperformance både direkte i form af kurstab i forbindelse med indfrielse og indirekte i form af spændvidelser. Afdelingen er eksponeret mod konverteringstruede papirer, og derfor kostede 2. halvår en del af den opbyggede merperformance fra 1. halvår. Afdelingen har genplaceret størstedelen af pengene fra kupon/førtidsindfrielse i lavkupon konverterbare og variabelt forrentede obligationer, og afdelingen gik således ind i 2015 med en reduceret eksponering mod konverteringstruede papirer. Derudover gik efterårets rentetilpasningsauktioner svagere end markedets forventning, primært pga. bankernes implementering af nye likviditets- og kapitaldækningsregler. Dette forplantede sig til resten af markedet og bidrog yderligere til en generel underperformance af realkreditobligationer, og det slog også negativt igennem på afdelingen. Året sluttede således mindre positivt end det startede, om end det samlet set var et rigtig fint år for danske obligationer.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på sådanne obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Afdelingen har udnyttet muligheden for at investere i EUR-denominerede obligationer, og ved indgangen til 2015 er knap 4 % af formuen placeret i 30-årige tyske statsobligationer. Investering i 30-årige danske statsobligationer er stærkt påvirket af regulatoriske risici. Ændringer i reguleringen af eksempelvis livsforsikrings- og pensionsselskabers opgørelsesmetoder kan få indflydelse på efterspørgslen efter ultralange obligationer. Afdelingens investeringer i danske statsobligationer er derfor koncentreret i 10-årige obligationer, som er mere omsættelige og spredt på en større investorskare. Ved årets start har afdelingen en eksponering mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks, og derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer.

Forventninger

De globale rentemarkeder vil i høj grad være drevet af: 1) olieprisen og dens dobbelte påvirkning af vækst og inflation, 2) den amerikanske centralbanks forventede renteforhøjelse og effekterne på de meget udbredte lavrentestrategier og 3) ECB's forventede likviditetsindsprøjtning via yderligere obligationsopkøb. Det danske realkreditmarked har også sine helt egne temaer for 2015: 1) potentielt massive konverteringer som følge af de lave refinansieringsrenter, 2) realkreditinstitutternes succes med endelig at flytte låntagerne fra finansiering med korte løbetider til længere løbetider og 3) nye likviditets- og kapitaldækningsregler, som påvirker bankernes investeringsadfærd. Selvom vi forventer, at Nationalbanken holder de korte danske renter i skak, så kan de globale centralbankers adfærd øge udsvingene i de lange renter. Dette kan potentielt lægge pres på performance fra rentestigninger og måske endda give større rentestigninger på realkreditobligationer end på statsobligationer, især fordi renteforskellen mellem disse er lav ved årets begyndelse. Derfor forventer vi ikke, at 2015 overordnet set kommer til at byde på samme høje afkast på danske stats- og realkreditobligationer som 2014. For afdelingen forventer vi derfor kun et beskedent positivt afkast, idet det positive afkastbidrag fra merrenten på danske realkreditobligationer forventes at blive delvist opvejet af svagt stigende lange obligationsrenter og en stejlere rentekurve.

Lange Obligationer

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	104.338	120.244
Renteudgifter	-56	0
I alt renter og udbytter	104.282	120.244
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	242.539	-143.482
Valutakonti	-21	-9
Handelsomkostninger	64	12
I alt kursgevinster og -tab	242.454	-143.503
3 Administrationsomkostninger	25.020	26.596
Resultat før skat	321.716	-49.855
Årets nettoresultat	321.716	-49.855
4 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-1.296	-16.866
Overført fra sidste år	2.552	7.166
I alt formuebevægelser	1.256	-9.700
Til disposition	322.972	-59.555
Til rådighed for udlodning	147.919	166.454
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	145.595	163.902
Overført til næste år	2.324	2.552
Overført til formuen	175.053	-226.009

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	4.251	6.333
Likvider	4.251	6.333
5 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.819.362	3.420.740
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	186.068	248.411
Obligationer	4.005.430	3.669.151
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	49.065	57.669
Andre tilgodehavender	3	26
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.528	0
Andre aktiver	52.596	57.695
Aktiver	4.062.277	3.733.179
Passiver		
6 Medlemmernes formue	3.912.843	3.733.179
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	26	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	149.408	0
Anden gæld	149.434	0
Passiver	4.062.277	3.733.179

Lange Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			4 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	11	-1	Udlodning overført fra sidste år	2.552	7.166
Noterede obligationer fra danske udstedere	98.380	113.425	Renter og udbytter	104.337	120.244
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.947	6.820	Kursgevinst til udlodning	67.347	82.506
Renteindtægter	104.338	120.244	Udlodningsregulering af indkomst	-1.542	-19.034
Renteudgifter			I alt Indkomst	172.694	190.882
Renteudgifter optagne lån	-56	0	Administrationsomkostninger til modregning	-25.020	-26.596
Renteudgifter	-56	0	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	246	2.168
I alt renter (netto)	104.282	120.244	I alt administrationsomkostninger	-24.774	-24.428
2 Kursgevinster og -tab			I alt til rådighed for udlodning brutto	147.919	166.454
Noterede obligationer fra danske udstedere	193.692	-116.275	I alt til rådighed for udlodning netto	147.919	166.454
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	48.847	-27.207	5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Obligationer	242.539	-143.482	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Valutakonti	-21	-9	Segmentfordeling		
Handelsomkostninger			Inkonv. obl.	51,40	63,45
Bruttohandelsomkostninger	74	20	Konv. obl.	23,89	17,33
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	10	8	likvider m.m.	-2,37	1,72
Handelsomkostninger	64	12	stater	27,08	17,50
I alt kursgevinster og -tab	242.454	-143.503	Geografisk fordeling		
3 Administrationsomkostninger			Danmark	97,61	91,63
Fast administrationshonorar	25.020	26.596	likvider m.m.	-2,37	1,72
Administrationsomkostninger - fælles	25.020	26.596	Nordeuropa	3,56	1,97
Administrationsomkostninger	25.020	26.596	Skandinavien	1,19	4,68

Lange Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
6 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	3.213.756	3.733.179	3.762.926	4.654.113	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-163.902		-235.183	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		1.289		8.890	
Emissioner i perioden	182.060	209.711	101.064	118.861	
Indløsninger i perioden	-160.378	-189.506	-650.234	-764.454	
Emissionstillæg		177		68	
Indløsningsfradrag		179		739	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		1.296		16.866	
Overført til udlodning fra sidste år		-2.552		-7.166	
Overført til udlodning næste år		2.324		2.552	
Foreslået udlodning		145.595		163.902	
Overført fra resultatopgørelsen		175.053		-226.009	
Medlemmernes formue (ultimo)	3.235.438	3.912.843	3.213.756	3.733.179	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	8,77	-1,07	5,43	10,01	6,37
Benchmarkafkast i %	8,53	-2,68	3,81	12,30	8,11
Indre værdi pr. andel	120,94	116,16	123,68	121,59	117,14
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	321.716	-49.855	223.157	352.518	191.406
Årets udlodning pr. andel i kr.	4,50	5,10	6,25	4,25	6,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	3.235.438	3.213.756	3.762.926	3.142.371	2.851.823
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	3.912.843	3.733.179	4.654.113	3.820.803	3.340.760
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	25.020	26.596	27.918	23.193	21.254
ÅOP	0,80	0,80	0,81	0,81	0,81
Omsætningshastighed	0,28	0,10	0,27	0,18	0,28
Skattekurs	121,70	116,01	123,90	122,70	118,15
Sharpe Ratio Benchmark	1,09				
Sharpe Ratio Afdeling	1,24				
Volatilitet Benchmark i %	4,84				
Volatilitet Afdeling i %	4,18				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		4.005.430	102,4	3.669.151	98,3
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		4.251	0,1	6.333	0,2
Andre aktiver / Anden gæld		-96.838	-2,5	57.695	1,5

■ Mellemlange Obligationer

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	31.08.1974
Investeringskoncept:	Rente
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6010547
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer primært i danske obligationer. Obligationsporteføljen har en korrigeret varighed på mellem 3 og 6 år. Investeringerne foretages i danske obligationer og koncentrerer sig om realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer og statsobligationer. Alternativt kan der investeres i stats- og realkreditobligationer udstedt i EUR, hvis det vurderes attraktivt. Det er målet, at afdelingen giver et afkast, der svarer til en placering i mellemlange danske obligationer.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,00 %, mens benchmark steg med 5,23 %. Afdelingen opnåede et meget tilfredsstillende absolut afkast over det forventede, eftersom den 10-årige danske statsobligationsrente faldt med hele 1,4 % over året og sikrede fine absolutte afkast for det danske obligationsmarked som helhed.

Merafkastet til benchmark skyldes en kombination af en lidt lavere renterisiko end benchmark samt, at den opbyggede konverteringstrussel fra de faldende renter i 2. halvår begynde at materialisere sig i forbindelse med, at 2,5 %'2047-serierne kom op i et attraktivt udstedelsesniveau. Januar 2015-terminen (med opsigelsesfrist ultimo oktober) viste sig at blive den næststørste konverteringstermin nogensinde målt i procent af udestående mængde konverterbare realkreditobligationer. Dette gav anledning til en del underperformance i afdelingens 4 % og 5 %-obligationer, og derfor kostede 2. halvår en del af den opbyggede merperformance fra 1. halvår. Afdelingen har dog løbende reduceret eksponeringen mod konverteringstruede 4 % og 5 %-obligationer ved salg i 1. halvår, ligesom størstedelen af pengene fra førtidsindfrielse er genplaceret i rentetilpasningsobligationer og variabelt forrentede obligationer i 2. halvår. Afdelingen gik således ind i 2015 med en reduceret eksponering mod konverteringstruede papirer. I tillæg hertil gik efterårets rentetilpasningsauktioner svagere, end markedet havde forventet, primært pga. bankernes implementering af nye likviditets- og kapitaldækningsregler. Dette forplantede sig til resten af markedet og bidrog yderligere til en generel underperformance af realkreditobligationer. Året sluttede således mindre positivt end det startede, om end det samlet set var et rigtig fint år for afdelingen.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på sådanne obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Afdelingen har i løbet af året haft eksponering mod finske statsobligationer, men disse er blevet frasolgt i 2. halvår efter en periode med rigtig fin performance i europæiske statsobligationer generelt. Ved årets start har afdelingen en mindre eksponering mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks, og derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer pga. indeksobligationers direkte kobling til inflation.

Forventninger

De globale rentemarkeder vil i høj grad være drevet af: 1) olieprisen og dens dobbelte påvirkning af vækst og inflation, 2) den amerikanske centralbanks forventede renteforhøjelse og effekterne på de meget udbredte lavrentestrategier og 3) ECB's forventede likviditetsindsprøjtning via yderligere obligationsopkøb. Det danske realkreditmarked har også sine helt egne temaer for 2015: 1) potentielt massive konverteringer som følge af de lave refinansieringsrenter, 2) realkreditinstitutternes succes med endelig at flytte låntagerne fra finansiering med korte løbetider til længere løbetider og 3) nye likviditets- og kapitaldækningsregler, som påvirker bankernes investeringsadfærd. Selvom vi forventer, at Nationalbanken holder de korte danske renter i skak, så kan de globale centralbankers adfærd øge udsvingene i de lange renter.

Dette kan potentielt lægge pres på performance fra rentestigninger og måske endda give større rentestigninger på realkreditobligationer end på statsobligationer, især fordi renteforskellen mellem disse er lav ved årets begyndelse. Derfor forventer vi ikke, at 2015 overordnet set kommer til at byde på samme høje afkast på danske stats- og realkreditobligationer som 2014. For afdelingen forventer vi derfor kun et beskedent positivt afkast, idet det positive afkastbidrag fra merrenten på danske realkreditobligationer forventes at blive delvist opvejet af svagt stigende lange obligationsrenter og en stejlere rentekurve.

Mellemlange Obligationer

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	196.268	220.841
Renteudgifter	-17	0
I alt renter og udbytter	196.251	220.841
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	202.617	-187.885
Valutakonti	-34	13
Handelsomkostninger	97	25
I alt kursgevinster og -tab	202.486	-187.897
3 Administrationsomkostninger		
Resultat før skat	358.730	-10.682
Årets nettoresultat	358.730	-10.682
4 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-7.968	-10.829
Overført fra sidste år	1.256	10.044
I alt formuebevægelser	-6.712	-785
Til disposition	352.018	-11.467
Til rådighed for udlodning	223.131	213.738
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	219.689	212.482
Overført til næste år	3.442	1.256
Overført til formuen	128.887	-225.205

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	18.254	21.460
Likvider	18.254	21.460
5 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	7.213.807	6.950.931
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	55.512	463.234
Obligationer	7.269.319	7.414.165
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	94.705	100.561
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	152.937	150.000
Andre aktiver	247.642	250.561
Aktiver	7.535.215	7.686.186
Passiver		
6 Medlemmernes formue	7.115.145	7.582.334
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	44	101
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	420.026	103.751
Anden gæld	420.070	103.852
Passiver	7.535.215	7.686.186

Mellemlange Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			4 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	12	-6	Udlodning overført fra sidste år	1.256	10.044
Noterede obligationer fra danske udstedere	191.058	215.778	Renter og udbytter	196.269	220.841
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.199	5.066	Kursgevinst til udlodning	73.582	37.307
Øvrige indtægter	-1	3	Udlodningsregulering af indkomst	-9.410	-12.798
Renteindtægter	196.268	220.841	I alt Indkomst	261.697	255.394
Renteudgifter			Administrationsomkostninger til modregning	-40.007	-43.626
Renteudgifter optagne lån	-17	0	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	1.442	1.969
Renteudgifter	-17	0	I alt administrationsomkostninger	-38.565	-41.657
I alt renter (netto)	196.251	220.841	I alt til rådighed for udlodning brutto	223.131	213.738
2 Kursgevinster og -tab			I alt til rådighed for udlodning netto	223.131	213.738
Noterede obligationer fra danske udstedere	172.837	-179.850	5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	29.780	-8.035	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Obligationer	202.617	-187.885	Segmentfordeling		
Valutakonti	-34	13	Andre	0,75	0,69
Handelsomkostninger			Inkonv. obl.	63,05	59,05
Bruttohandelsomkostninger	128	49	Konv. obl.	20,66	23,19
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	31	24	likvider m.m.	-2,17	2,22
Handelsomkostninger	97	25	stater	17,70	14,85
I alt kursgevinster og -tab	202.486	-187.897	Geografisk fordeling		
3 Administrationsomkostninger			Danmark	100,79	90,51
Fast administrationshonorar	40.007	43.626	likvider m.m.	-2,17	2,22
Administrationsomkostninger - fælles	40.007	43.626	Nordeuropa	0,60	0,50
Administrationsomkostninger	40.007	43.626	Skandinavien	0,78	6,78

Mellemlange Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
6 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	6.640.071	7.582.334	7.138.861	8.473.346	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-212.482		-321.249	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		6.754		9.856	
Emissioner i perioden	199.743	227.850	535.103	612.288	
Indløsninger i perioden	-737.336	-848.869	-1.033.893	-1.182.704	
Emissionstillæg		97		448	
Indløsningsfradrag		731		1.031	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		7.968		10.829	
Overført til udlodning fra sidste år		-1.256		-10.044	
Overført til udlodning næste år		3.442		1.256	
Foreslået udlodning		219.689		212.482	
Overført fra resultatopgørelsen		128.887		-225.205	
Medlemmernes formue (ultimo)	6.102.478	7.115.145	6.640.071	7.582.334	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	5,00	-0,01	4,59	8,14	5,38
Benchmarkafkast i %	5,23	-1,53	2,90	9,16	6,24
Indre værdi pr. andel	116,59	114,19	118,69	116,75	113,03
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	358.730	-10.682	325.064	434.905	152.832
Årets udlodning pr. andel i kr.	3,60	3,20	4,50	3,25	5,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	6.102.478	6.640.071	7.138.861	5.298.146	3.621.731
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	7.115.145	7.582.334	8.473.346	6.185.547	4.093.660
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	40.007	43.626	40.536	27.411	19.495
ÅOP	0,70	0,70	0,71	0,71	0,71
Omsætningshastighed	0,18	0,05	0,27	0,21	0,24
Skattekurs	117,20	114,13	118,76	116,90	113,85
Sharpe Ratio Benchmark	1,12				
Sharpe Ratio Afdeling	1,34				
Volatilitet Benchmark i %	3,38				
Volatilitet Afdeling i %	3,01				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		7.269.319	102,2	7.414.165	97,8
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		18.254	0,3	21.460	0,3
Andre aktiver / Anden gæld		-172.428	-2,4	146.709	1,9

■ Nye Obligationsmarkeder

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	01.10.1999
Investeringskoncept:	Kvant obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1603078
Risikoklasse:	4

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer fortrinsvis i obligationer udstedt i hård valuta (dvs. valutaer, der betragtes som stabile og likvide f.eks. USD og euro) af stater eller statsejede virksomheder eller i virksomhedsobligationer hjemmehørende i emerging markets-lande. Emerging markets-lande defineres her som lande, der er repræsenteret i JP Morgans EMBI Global Diversified indeks.

Afdelingen kan desuden investere i obligationer udstedt af eller garanteret af stater eller statsejede virksomheder, som ikke indgår i JP Morgans EMBI Global Diversified indeks, og som er hjemmehørende i et land inden for den europæiske union, et land som unionen har indgået aftale med på det finansielle område eller et andet land.

En aktiv stillingtagen til de enkelte landes fremtidige udvikling og potentiale skal bidrage positivt til den relative udvikling i forhold til JP Morgans EMBI Global Diversified (DKK hedged) benchmark, hvor allokeringen altid sker ud fra et langsigtet perspektiv. Afdelingens markedsværdi i hvert land må ikke ved en aktiv investering afvige fra et lands markedsværdi i benchmark med mere end +/- 3 procentpoint. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til DKK. EUR afdækkes dog ikke over for DKK.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,58 %, mens benchmark steg med 6,91 %. Afkastet i afdelingen er positivt i forhold til forventningerne, der blev meldt ud i årsrapporten for 2013, men er således ikke tilfredsstillende set i forhold til benchmark. Årsagen til det positive afkast skyldes primært, at de amerikanske renter ikke steg som forventet i 2014.

December 2014 var en måned med markant negative afkast for aktivklassen. En faldende oliepris forværrede den økonomiske situation for en række lande, herunder Venezuela, Rusland og Colombia. Prisfaldene på obligationer blev forøget i et yderst illikvidt marked op til årsafslutningen. Den geopolitiske situation i Rusland blev også forværret med flere ideologiske udfald fra den russiske præsident. Tilsammen blev december således en meget dårlig måned for afdelingen, hvor benchmark faldt med 1,95 %.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens mulighed for at afvige fra benchmarks landeeksponering er begrænset til +/- 3 procentpoint for hvert land. Det betyder, at afdelingen har mulighed for at overvægte eller undervægte enkelte lande i forhold til benchmark og herved kan afdelingens afkast variere i forhold til afkast i benchmark.

Der investeres udelukkende i obligationer i hård valuta, og derfor er renterisikoen afhængig af renteutviklingen i disse valutaer. Risikoen på udstederlandene er en kreditrisiko og ikke en renterisiko, og er naturligvis afhængig af udviklingen i disse landes økonomier, men ikke nødvendigvis af udviklingen i disse landes renteniveauer.

Forventninger

Da vi gik ind i 2014 havde vi forventninger om stigende amerikanske renter. På samme tid forventede vi, at risikoaversionen i markedet ville stige, og at emerging market-obligationer som følge ville komme under naturligt pres. Dette skete som bekendt ikke i 2014. I begyndelsen af januar 2014 var den 10-årige amerikanske rente 3,20 %, mens den ved udgangen af december var på 2,89 %. Som situationen er nu, ser vi fortsat pæne nøgletal fra den amerikanske økonomi, og vi forventer, at vi rykker tættere på egentlige rentestigninger i 3. eller 4. kvartal, hvilke naturligt vil sætte emerging markets-obligationer under pres. Der har været valg i flere emerging markets-lande i 2014, såsom Indien og Indonesien, og disse valg peger fortsat mod en fremtid, hvor reformer vil blive prioriteret. Dette bidrager med positivt momentum i aktivklassen.

Samtidig ser vi også, at den igangværende geopolitiske situation i Ukraine og Rusland vil fortsætte med at bidrage med negative avisoverskrifter og dermed også bidrage negativt i aktivklassen ind i 1. halvår af 2015. Hvis olieprisen fortsætter med at være på nuværende lave niveau, vil flere svage olieeksporterende lande blive sat under stort pres, blandt andet Venezuela.

Selvom aktivklassen har arvet en del udfordringer fra 2014 mener vi stadig, at det er muligt at generere positive afkast i 2015.

Nye Obligationsmarkeder

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	37.823	45.656
Renteudgifter	-8	0
I alt renter og udbytter	37.815	45.656
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	83.464	-99.011
Afledte finansielle instrumenter	-78.358	25.372
Valutakonti	754	-1.118
Handelsomkostninger	563	358
I alt kursgevinster og -tab	5.297	-75.115
3 Administrationsomkostninger	7.714	9.330
Resultat før skat	35.398	-38.789
4 Skat	3	0
Årets nettoresultat	35.395	-38.789
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	776	-6.722
Overført fra sidste år	253	283
I alt formuebevægelser	1.029	-6.439
Til disposition	36.424	-45.228
Til rådighed for udlodning	-36.835	61.501
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	0	61.248
Overført til næste år	-36.835	253
Overført til formuen	73.259	-106.729

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.669	22.744
Likvider	1.669	22.744
6 Obligationer		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	603.904	652.034
Obligationer	603.904	652.034
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	948
Afledte finansielle instrumenter	0	948
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	9.794	12.909
Andre tilgodehavender	26	13
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	427	0
Andre aktiver	10.247	12.922
Aktiver	615.820	688.648
Passiver		
7 Medlemmernes formue	602.168	688.050
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	13.225	0
Afledte finansielle instrumenter	13.225	0
Anden gæld		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	427	598
Anden gæld	427	598
Passiver	615.820	688.648

Nye Obligationsmarkeder

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	8	0	Udlodning overført fra sidste år	253	283
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	37.815	45.656	Renter og udbytter	37.820	45.657
Renteindtægter	37.823	45.656	Kursgevinst til udlodning	-75.298	31.613
Renteudgifter			Udlodningsregulering af indkomst	390	-7.693
Renteudgifter optagne lån	-8	0	I alt Indkomst	-36.835	69.860
Renteudgifter	-8	0	Administrationsomkostninger til modregning	-7.714	-9.330
I alt renter (netto)	37.815	45.656	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	386	971
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-7.328	-8.359
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	83.464	-99.011	I alt til rådighed for udlodning brutto	-44.163	61.501
Obligationer	83.464	-99.011	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	7.328	0
Afledte finansielle instrumenter			I alt til rådighed for udlodning netto	-36.835	61.501
Valutaterminsforetninger/valutafutures	-78.358	25.372	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Valutaterminsforetninger/valutafutures	-78.358	25.372	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Valutakonti	754	-1.118	Segmentfordeling		
Handelsomkostninger			EM obl.	13,14	15,81
Bruttohandelsomkostninger	639	565	Inkonv. obl.	0,57	0,00
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	76	207	likvider m.m.	-0,29	5,23
Handelsomkostninger	563	358	stater	84,48	72,53
I alt kursgevinster og -tab	5.297	-75.115	Virk. obl.	2,09	6,43
3 Administrationsomkostninger			Geografisk fordeling		
Fast administrationshonorar	7.714	9.330	Fjernøsten ex. Japan	19,22	14,30
Administrationsomkostninger - fælles	7.714	9.330	likvider m.m.	-0,29	5,23
Administrationsomkostninger	7.714	9.330	Mellemøsten og Afrika	11,27	6,33
4 Skat			Nordamerika	5,02	9,51
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	3	0	Nordeuropa	4,24	5,49
Skat	3	0	Storbritannien	1,51	2,49
			Sydamerika	31,61	27,12
			Østeuropa	27,43	29,52

Nye Obligationsmarkeder

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	572.408	688.050	645.722	851.364	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-61.248		-38.744	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		2.948		-310	
Emissioner i perioden	11.066	12.273	23.414	29.641	
Indløsninger i perioden	-63.811	-75.521	-96.728	-115.632	
Emissionstillæg		0		62	
Indløsningsfradrag		271		458	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-776		6.722	
Overført til udlodning fra sidste år		-253		-283	
Overført til udlodning næste år		-36.835		253	
Foreslået udlodning		0		61.248	
Overført fra resultatopgørelsen		73.259		-106.729	
Medlemmernes formue (ultimo)	519.663	602.168	572.408	688.050	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	5,58	-4,40	15,49	2,74	9,15
Benchmarkafkast i %	6,91	-5,78	16,54	7,30	11,77
Indre værdi pr. andel	115,88	120,20	131,85	119,64	116,45
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	35.395	-38.789	123.248	22.757	68.236
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	10,70	6,00	5,75	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	519.663	572.408	645.722	684.754	719.152
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	602.168	688.050	851.364	819.241	837.466
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	7.714	9.330	10.287	10.093	9.662
ÅOP	1,60	1,56	1,60	1,55	1,56
Omsætningshastighed	0,46	0,21	0,24	0,22	0,11
Skattekurs	115,65	120,16	132,70	119,53	117,97
Sharpe Ratio Benchmark	0,90				
Sharpe Ratio Afdeling	0,72				
Volatilitet Benchmark i %	6,97				
Volatilitet Afdeling i %	6,69				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		603.904	100,3	652.034	94,8
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		1.669	0,3	23.692	3,4
Andre aktiver / Anden gæld		9.820	1,6	12.324	1,8

■ Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	29.06.2006
Investeringskoncept:	Kvant obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6004040
Risikoklasse:	4

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer fortrinsvis i obligationer udstedt af stater eller statsejede virksomheder eller i virksomhedsobligationer hjemmehørende i emerging markets-lande. Afdelingen kan desuden investere i obligationer udstedt af eller garanteret af stater eller statsejede virksomheder, der er hjemmehørende i et land inden for den europæiske union, et land som unionen har indgået aftale med på det finansielle område eller et andet land.

Formålet med afdelingens investeringsstrategi er at skabe en afkast- og risikoprofil, som i høj grad afspejler risikoen ved investering i emerging markets-statsobligationer denomineret i lokale valutaer. Afvigelser fra benchmark baseres på grundige analyser, hvor risiko/afkastprofil kvantificeres ved brug af blandt andet makroøkonomiske variable og ESG-faktorer. En aktiv stillingstagen til de enkelte regioners og landes fremtidige udvikling og potentiale skal bidrage positivt til den relative udvikling i forhold til markedet generelt. Allokeringer sker altid ud fra et langsigtet perspektiv.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 4,15 %, mens benchmark steg med 7,16 %. Afkastet i afdelingen har overrasket positivt i forhold til forventningerne, der blev meldt ud i årsrapporten for 2013, men er ikke tilfredsstillende sammenlignet med afkastet i afdelingens benchmark. En del af denne underperformance kan forklares ved, at afdelingen kom ind i 2014 med en lav varighed som følge af forventninger om stigende renter. En anden årsag til dette har været en overvægt i filippinske statsobligationer i starten af året.

December 2014 var en måned med markant negative afkast for aktivklassen. En faldende oliepris forværrede den økonomiske situation for en række lande, herunder Venezuela, Rusland og Colombia. Prisfaldene på obligationer blev forøget i et yderst illikvidt marked op til årsafslutningen. Den geopolitiske situation i Rusland blev også forværret med flere ideologiske udfald fra den russiske president. Tilsammen blev december en meget dårlig måned for afdelingen, hvor benchmark faldt med 2,30 %.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens kan variere i forhold til afkast i benchmark. Afdelingens afkast skabes via udviklingen i både renter og valutaer i de lande, som afdelingen er investeret i. Derfor er valutarisikoen ikke afdækket, og graden af renterisiko kan variere mellem lande, afhængig af vores forventning til den økonomiske udvikling i landene.

Forventninger

Da vi gik ind i 2014 havde vi forventninger om stigende amerikanske renter. På samme tid forventede vi, at risikoaversionen i markedet ville stige, og at emerging market-obligationer som følge heraf ville komme under naturligt pres. Dette skete som bekendt ikke i 2014. I begyndelsen af januar 2014 var den 10-årige amerikanske rente 3,20 %, mens den ved udgangen af december var på 2,89 %. Som situationen er nu, ser vi fortsat pæne nøgletal fra den amerikanske økonomi, og vi forventer, at vi rykker tættere på egentlige rentestigninger i 3. eller 4. kvartal, hvilket naturligt vil sætte emerging markets-obligationer under pres.

Der har været valg i flere emerging markets-lande i 2014, såsom Indien og Indonesien, og disse valg peger fortsat mod en fremtid, hvor reformer vil blive prioriteret. Dette bidrager med positivt momentum i aktivklassen.

Samtidig ser vi også, at den igangværende geopolitiske situation i Ukraine og Rusland vil fortsætte med at bidrage med negative avisoverskrifter og dermed også bidrage negativt i aktivklassen ind i 1. halvår af 2015. Hvis olieprisen fortsætter med at være på nuværende lave niveau, vil flere svage olieeksporterende lande blive sat under stort pres, blandt andet Venezuela.

Selvom aktivklassen har arvet en del udfordringer fra 2014 mener vi stadig, at det er muligt at generere positive afkast i 2015.

Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	27.143	29.360
Renteudgifter	-101	0
I alt renter og udbytter	27.042	29.360
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-2.577	-88.012
Valutakonti	-1.030	-764
Handelsomkostninger	352	7
I alt kursgevinster og -tab	-3.959	-88.769
3 Administrationsomkostninger	6.470	7.287
Resultat før skat	16.613	-66.696
4 Skat	17	0
Årets nettoresultat	16.596	-66.696
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-776	-1.160
Overført fra sidste år	101	894
I alt formuebevægelser	-675	-266
Til disposition	15.921	-66.962
Til rådighed for udlodning	-4.157	13.299
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	0	13.198
Overført til næste år	-4.157	101
Overført til formuen	20.078	-80.261

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	10.330	19.072
Likvider	10.330	19.072
6 Obligationer		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	429.478	387.319
Obligationer	429.478	387.319
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	7.795	7.527
Andre tilgodehavender	21	3
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	575	0
Andre aktiver	8.391	7.530
Aktiver	448.199	413.921
Passiver		
7 Medlemmernes formue	447.624	413.919
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	2
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	575	0
Anden gæld	575	2
Passiver	448.199	413.921

Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	48	4	Udlodning overført fra sidste år	101	894
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	27.095	29.356	Renter og udbytter	27.126	29.360
Renteindtægter	27.143	29.360	Kursgevinst til udlodning	-30.867	-8.509
Renteudgifter			Udlodningsregulering af indkomst	-516	-1.624
Renteudgifter optagne lån	-101	0	I alt Indkomst	-4.156	20.121
Renteudgifter	-101	0	Administrationsomkostninger til modregning	-6.470	-7.287
I alt renter (netto)	27.042	29.360	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-260	464
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-6.730	-6.823
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-2.577	-88.012	I alt til rådighed for udlodning brutto	-10.887	13.299
Obligationer	-2.577	-88.012	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	6.730	0
Valutakonti	-1.030	-764	I alt til rådighed for udlodning netto	-4.157	13.299
Handelsomkostninger			6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Bruttohandelsomkostninger	374	187	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	22	194	Segmentfordeling		
Handelsomkostninger	352	7	Andre	0,86	0,00
I alt kursgevinster og -tab	-3.959	-88.769	EM obl.	0,86	6,31
3 Administrationsomkostninger			likvider m.m.	4,05	6,43
Fast administrationshonorar	6.470	7.287	stater	90,76	75,01
Administrationsomkostninger - fælles	6.470	7.287	Virk. obl.	3,47	12,24
Administrationsomkostninger	6.470	7.287	Geografisk fordeling		
4 Skat			Fjernøsten ex. Japan	24,45	23,08
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	17	0	likvider m.m.	4,05	6,43
Skat	17	0	Mellemøsten og Afrika	10,63	5,57
			Nordamerika	3,47	9,94
			Nordeuropa	0,00	2,71
			Storbritannien	0,86	2,77
			Sydamerika	29,48	25,93
			Østeuropa	27,06	23,57

Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	412.430	413.919	445.260	552.787	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-13.198		-35.621	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-3		1.750	
Emissioner i perioden	34.090	34.380	92.790	106.276	
Indløsninger i perioden	-4.250	-4.237	-125.620	-145.471	
Emissionstillæg		147		313	
Indløsningsfradrag		20		581	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		776		1.160	
Overført til udlodning fra sidste år		-101		-894	
Overført til udlodning næste år		-4.157		101	
Foreslået udlodning		0		13.198	
Overført fra resultatopgørelsen		20.078		-80.261	
Medlemmernes formue (ultimo)	442.270	447.624	412.430	413.919	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	4,15	-13,68	13,42	-2,40	18,81
Benchmarkafkast i %	7,16	-10,37	18,16	-0,02	21,38
Indre værdi pr. andel	101,21	100,36	124,15	115,63	130,42
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	16.596	-66.696	54.351	-12.911	49.697
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	3,20	8,00	6,50	11,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	442.270	412.430	445.260	358.461	315.583
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	447.624	413.919	552.787	414.498	411.580
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,50	1,50	1,50	1,50	1,47
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	6.470	7.287	6.912	6.767	4.975
ÅOP	1,89	1,82	1,87	1,88	1,93
Omsætningshastighed	0,73	0,12	0,26	0,30	0,30
Skattekurs	101,40	101,90	125,70	115,84	133,86
Sharpe Ratio Benchmark	0,62				
Sharpe Ratio Afdeling	0,36				
Volatilitet Benchmark i %	8,62				
Volatilitet Afdeling i %	7,87				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		429.478	95,9	387.319	93,6
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		10.330	2,3	19.072	4,6
Andre aktiver / Anden gæld		7.816	1,7	7.528	1,8

■ Value Bonds 2016 Udb.

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	14.04.2013
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6048439
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale virksomhedsobligationer og pengemarkedsinstrumenter. Størstedelen af obligationerne udløber i 2016. Minimum 50 % af obligationerne udvælges i investment grade-segmentet med en rating på minimum Baa3/BBB- fra Moody's, Standard & Poor's eller tilsvarende anerkendt kreditvurderingsbureau, finansiel institution eller ekstem kreditrisiko-model. Maksimalt 50 % af afdelingens samlede aktiver investeres i virksomhedsobligationer udstedt af selskaber hjemmehørende i emerging markets-lande. Fra 31. december 2015 kan afdelingen investere op til 100 % af de samlede aktiver i pengemarkedsinstrumenter. Afdelingen investerer ikke i virksomhedsobligationer med udløb mere end 12 måneder efter 31. december 2016, det vil sige, at senest mulige udløbsdato må ikke passere 31. december 2017. Obligationerne udvælges efter value-principperne. Det vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningssevne og stærke balancer. Der fokuseres ligeledes på at holde niveauet for selskabets samlede gæld på et lavt niveau i forhold til egenkapital, sikkerhedsstillelse og indtjening.

Valutarisiko i andre valutaer end EUR bliver som hovedregel afdækket til DKK.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -2,00 %. Afdelingen har intet benchmark. Afdelingens resultat for 2014 vurderes ikke tilfredsstillende. En høj eksponering mod energisektoren, som blev etableret ved afdelingens start, bidrog med tab. Historisk set har olie været et godt værn mod geopolitisk uro, men afmatningen i den globale økonomi, primært drevet af Kina, overskyggede situationen i Rusland og Ukraine. Olieprisen lå ellers stabilt gennem årets første seks måneder på ca. 110 dollars/tønde for Brent-olie, men forventet produktionsvækst sammenholdt med udsigten til lavere efterspørgsel fik priserne til at falde i 3. kvartal og begyndelsen af 4. kvartal. OPEC's beslutning om at opretholde det eksisterende produktionsniveau pressede prisen yderligere, og den faldt kraftigt med 30 % og sluttede året i niveauet 57 dollars pr. tønde. De drastiske fald inden for olie og andre råvarer kombineret med stigende illikviditet i de sekundære markeder betød, at en række selskaber kursmæssigt blev handlet ned på meget lave niveauer ved årets udgang. Likviditeten i de sekundære markeder for virksomhedsobligationer er næsten forsvundet, og markedsforholdene var tæt på det, vi observerede tilbage i 2008.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens største investeringsområde er fortsat råvarer, herunder specielt olie, selvom andelen er nedbragt i den forgangne periode. Det er målsætningen i 2015 at anvende kuponbetalinger og indfrielser, og i mindre grad aktive omlægninger, til at nedbringe den relative energi-andel yderligere, men at det skal gøres således, at en væsentlig del af afkastpotentialet ved en stigende oliepris bibeholdes.

Såfremt afmatningen i den kinesiske økonomi fortsætter, vil det øge risikoen for, at flere energi- og råvareproducerende selskaber kommer i finansielle problemer, og dermed have en negativ effekt på afdelingens afkast. Omvendt ser vi stærke signaler fra den amerikanske økonomi, som kan bidrage til øget global vækst, og dermed igen sætte gang i efterspørgslen efter netop energi og råvarer.

Forventninger

I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, og det generelle billede bliver nok en mere afdæmpet vækst end i USA. Der er fortsat en række strukturelle problemer i lande som Frankrig, Italien og Grækenland – sidstnævnte som i slutningen af 2014 varslede en mulig exit fra euro-samarbejdet. Vi forventer ikke de store finansielle reformer, og derfor er bolden nu spillet over til ECB. Vi forventer, at en aggressiv gennemførelse af pengepolitiske lempelser fra ECB vil medføre en større indsnævring af kreditspænd, direkte på investment grade-obligationer og indirekte på high yield-obligationer, som følge af, at centralbankens støtteopkøb vil tvinge investorer til at efterspørge obligationer længere nede i kapitalstrukturen. Faldet i olie- og råvarepriser har ligeledes gjort mange selskaber attraktive i forhold til virksomhedsovertagelser. Øget M&A-aktivitet i energisektoren vil være en vigtigt driver for merafkast i afdelingerne, da vores high yield-strategier investerer i obligationer fra de mindre energiselskaber. Klausulerne på disse obligationer medfører typisk, at obligationen kan sælges tilbage til kursen på udstedelsestidspunktet, hvis der sker ejermæssige ændringer i et selskab. Dette vil være yderst positivt for porteføljen. Vi forventer, at afdelingen vil levere et mindre, men positivt afkast i 2015.

Value Bonds 2016 Udb.

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	23.137	10.163
I alt renter og udbytter	23.137	10.163
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-6.238	-7.126
Afledte finansielle instrumenter	-19.508	7.654
Valutakonti	330	371
Handelsomkostninger	159	17
I alt kursgevinster og -tab	-25.575	882
I alt nettoindtægter	-2.438	11.045
3 Administrationsomkostninger	4.771	2.543
Resultat før skat	-7.209	8.502
4 Skat	0	51
Årets nettoresultat	-7.209	8.451
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	0	5.281
Overført fra sidste år	231	0
I alt formuebevægelser	231	5.281
Til disposition	-6.978	13.732
Til rådighed for udlodning	-253	21.349
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	0	21.118
Overført til næste år	-253	231
Overført til formuen	-6.725	-7.617

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	22.835	26.181
Likvider	22.835	26.181
6 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	15.649	17.123
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	323.962	344.040
Obligationer	339.611	361.163
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	5.719	6.376
Andre tilgodehavender	11	0
Andre aktiver	5.730	6.376
Aktiver	368.176	393.720
Passiver		
7 Medlemmernes formue	363.574	391.901
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	4.602	1.788
Afledte finansielle instrumenter	4.602	1.788
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	31
Anden gæld	0	31
Passiver	368.176	393.720

Value Bonds 2016 Udb.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	23	0	Udlodning overført fra sidste år	231	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.055	436	Renter og udbytter	23.137	10.163
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	22.059	9.727	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	0	-51
Renteindtægter	23.137	10.163	Kursgevinst til udlodning	-18.850	8.499
I alt renter (netto)	23.137	10.163	Udlodningsregulering af indkomst	0	6.524
2 Kursgevinster og -tab			I alt Indkomst	4.518	25.135
Noterede obligationer fra danske udstedere	-2.327	193	Administrationsomkostninger til modregning	-4.771	-2.543
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-3.911	-7.319	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	0	-1.243
Obligationer	-6.238	-7.126	I alt administrationsomkostninger	-4.771	-3.786
Afløede finansielle instrumenter			I alt til rådighed for udlodning brutto	-253	21.349
Valutaterminsfremretninger/valutafutures	-19.508	7.654	I alt til rådighed for udlodning netto	-253	21.349
Valutaterminsfremretninger/valutafutures	-19.508	7.654	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Valutakonti	330	371	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger			Segmentfordeling		
Bruttohandelsomkostninger	159	304	Andre	0,97	0,40
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	287	EM obl.	32,70	30,85
Handelsomkostninger	159	17	likvider m.m.	6,69	8,00
I alt kursgevinster og -tab	-25.575	882	Virk. obl.	59,63	60,75
3 Administrationsomkostninger			Geografisk fordeling		
Fast administrationshonorar	4.771	2.543	Danmark	4,30	4,37
Administrationsomkostninger - fælles	4.771	2.543	Fjernøsten ex. Japan	12,00	10,77
Administrationsomkostninger	4.771	2.543	likvider m.m.	6,69	8,00
4 Skat			Nordamerika	12,69	11,64
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	0	51	Nordeuropa	14,53	17,20
Skat	0	51	Skandinavien	17,88	19,98
			Storbritannien	16,78	15,72
			Sydamerika	6,19	2,71
			Sydeuropa	7,33	8,21
			Østeuropa	1,60	1,42

Value Bonds 2016 Udb.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.
7 Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	377.100	391.901		0
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-21.118		0
Emissioner i perioden		0	377.100	382.029
Emissionstillæg		0		1.421
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		0		-5.281
Overført til udlodning fra sidste år		-231		0
Overført til udlodning næste år		-253		231
Foreslået udlodning		0		21.118
Overført fra resultatopgørelsen		-6.725		-7.617
Medlemmernes formue (ultimo)	377.100	363.574	377.100	391.901
Nøgletal 1	2014	2013		
Årets afkast i %	-2,00	3,92		
Indre værdi pr. andel	96,41	103,92		
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	-7.209	8.451		
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	5,60		
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	377.100	377.100		
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	363.574	391.901		
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,26	1,24		
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	4.771	2.543		
ÅOP	1,82	1,81		
Omsætningshastighed	0,14	0,05		
Skattekurs	98,80	103,88		
	2014		2013	
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	339.611	93,4	361.163	92,2
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter	22.835	6,3	26.181	6,7
Andre aktiver / Anden gæld	5.730	1,6	6.345	1,6

■ Value Bonds 2017 Udb.

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	03.02.2014
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6053076
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale virksomhedsobligationer og pengemarkedsinstrumenter. Størstedelen af obligationerne udløber i 2017. Minimum 50 % af obligationerne udvælges i investment grade-segmentet med en rating på minimum Baa3/BBB- fra Moody's, Standard & Poor's eller tilsvarende anerkendt kreditvurderingsbureau, finansiel institution eller ekstem kreditrisiko-model. Maksimalt 50 % af afdelingens samlede aktiver investeres i virksomhedsobligationer udstedt af selskaber hjemmehørende i emerging markets-lande. Fra 31. december 2016 kan afdelingen investere op til 100 % af de samlede aktiver i pengemarkedsinstrumenter. Afdelingen investerer ikke i virksomhedsobligationer med udløb mere end 12 måneder efter 31. december 2017, det vil sige, at senest mulige udløbsdato må ikke passere 31. december 2018. Obligationerne udvælges efter value-principperne. Det vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningsevne og stærke balancer. Der fokuseres ligeledes på at holde niveauet for selskabets samlede gæld på et lavt niveau i forhold til egenkapital, sikkerhedsstillelse og indtjening.

Valutarisiko i andre valutaer end EUR bliver som hovedregel afdækket til DKK.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -2,49 %. Afdelingen har intet benchmark. Afdelingens resultat for 2014 vurderes ikke tilfredsstillende. En høj eksponering mod energisektoren, som blev etableret ved afdelingens start, bidrog med tab. Historisk set har olie været et godt værn mod geopolitisk uro, men afmatningen i den globale økonomi, primært drevet af Kina, overskyggede situationen i Rusland og Ukraine. Olieprisen lå ellers stabilt gennem årets første seks måneder på ca. 110 dollars/tønde for Brent-olie, men forventet produktionsvækst sammenholdt med udsigten til lavere efterspørgsel fik priserne til at falde i 3. kvartal og begyndelsen af 4. kvartal. OPEC's beslutning om at opretholde det eksisterende produktionsniveau pressede prisen yderligere, og den faldt kraftigt med 30 % og sluttede året i niveauet 57 dollars pr. tønde. De drastiske fald inden for olie og andre råvarer kombineret med stigende illikviditet i de sekundære markeder betød, at en række selskaber kursmæssigt blev handlet ned på meget lave niveauer ved årets udgang. Likviditeten i de sekundære markeder for virksomhedsobligationer er næsten forsvundet, og markedsforholdene var tæt på det, vi observerede tilbage i 2008.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens største investeringsområde er fortsat råvarer, herunder specielt olie, selvom andelen er nedbragt i den forgangne periode. Det er målsætningen i 2015 at anvende kuponbetalinger og indfrielser, og i mindre grad aktive omlægninger, til at nedbringe den relative energi-andel yderligere, men at det skal gøres således, at en væsentlig del af afkastpotentialet ved en stigende oliepris bibeholdes.

Såfremt afmatningen i den kinesiske økonomi fortsætter, vil det øge risikoen for at flere energi- og råvareproducerende selskaber kommer i finansielle problemer, og dermed have en negativ effekt på afdelingens afkast. Omvendt ser vi stærke signaler fra den amerikanske økonomi, som kan være bidragende til øget global vækst, og dermed igen sætte gang i efterspørgslen efter netop energi og råvarer.

Forventninger

I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, og det generelle billede bliver nok en mere afdæmpet vækst end i USA. Der er fortsat en række strukturelle problemer i lande som Frankrig, Italien og Grækenland – sidstnævnte som i slutningen af 2014 varslede en mulig exit fra euro-samarbejdet. Vi forventer ikke de store finansielle reformer, og derfor er bolden nu spillet over til ECB. Vi forventer, at en aggressiv gennemførelse af pengepolitiske lempelser fra ECB vil medføre en større indsnævring af kreditspænd, direkte på investment grade-obligationer og indirekte på high yield-obligationer, som følge af, at centralbankens støtteopkøb vil tvinge investorer til at efterspørge obligationer længere nede i kapitalstrukturen. Faldet i olie- og råvarepriser har ligeledes gjort mange selskaber attraktive i forhold til virksomhedsovertagelser. Øget M&A-aktivitet i energisektoren vil være en vigtigt driver for merafkast i afdelingerne, da vores high yield-strategier investerer i obligationer fra de mindre energiselskaber. Klausulerne på disse obligationer medfører typisk, at obligationen kan sælges tilbage til kursen på udstedelsestidspunktet, hvis der sker ejermæssige ændringer i et selskab. Dette vil være yderst positivt for porteføljen. Vi forventer, at afdelingen vil levere et mindre, men positivt afkast i 2015.

Value Bonds 2017 Udb.

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse (03.02.2014 - 31.12.2014)

Note	2014 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte	
Renteindtægter	15.079
I alt renter og udbytter	15.079
2 Kursgevinster og -tab	
Obligationer	-9.148
Kapitalandele	52
Afledte finansielle instrumenter	-19.393
Valutakonti	487
Handelsomkostninger	27
I alt kursgevinster og -tab	-28.029
3 Administrationsomkostninger	3.858
Resultat før skat	-16.808
Årets nettoresultat	-16.808
4 Formuebevægelser	
Udlodningsregulering	3.283
I alt formuebevægelser	3.283
Til rådighed for udlodning	-156
Overført til næste år	-156

Balance (03.02.2014 - 31.12.2014)

Note	2014 i 1.000 kr.
Aktiver	
Likvide midler	
Indestående i depotselskab	21.768
Likvider	21.768
5 Obligationer	
Noterede obligationer fra danske udstedere	7.192
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	346.344
Obligationer	353.536
Andre aktiver	
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	6.376
Andre tilgodehavender	-11
Andre aktiver	6.365
Aktiver	381.669
Passiver	
6 Medlemmernes formue	376.716
Afledte finansielle instrumenter	
Unoterede afledte finansielle instrumenter	4.953
Afledte finansielle instrumenter	4.953
Passiver	381.669

Value Bonds 2017 Udb.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014 i 1.000 kr.	Note	2014 i 1.000 kr.
1 Renteindtægter		4 Til rådighed for udlodning	
Indestående i depotselskab	48	Renter og udbytter	15.080
Noterede obligationer fra danske udstedere	351	Kursgevinst til udlodning	-19.790
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	14.680	Udlodningsregulering af indkomst	4.554
Renteindtægter	15.079	I alt Indkomst	-156
I alt renter (netto)	15.079	Administrationsomkostninger til modregning	-3.858
2 Kursgevinster og -tab		Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-1.271
Noterede obligationer fra danske udstedere	-1.004	I alt administrationsomkostninger	-5.129
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-8.144	I alt til rådighed for udlodning brutto	-5.285
Obligationer	-9.148	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	5.129
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	52	I alt til rådighed for udlodning netto	-156
Kapitalandele	52	5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg	
Afløede finansielle instrumenter		Fordelinger (i pct.)	2014
Valutaterminsforretninger/valu tafutures	-19.393	Segmentfordeling	
Valutaterminsforretninger/valu afutures	-19.393	Andre	2,35
Valutakonti	487	EM obl.	34,71
Handelsomkostninger		likvider m.m.	6,22
Bruttohandelsomkostninger	315	Virk. obl.	56,72
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	288	Geografisk fordeling	
Handelsomkostninger	27	Danmark	1,91
I alt kursgevinster og -tab	-28.029	Fjernøsten ex. Japan	11,54
3 Administrationsomkostninger		likvider m.m.	6,22
Fast administrationshonorar	3.858	Mellemøsten og Afrika	1,77
Administrationsomkostninger - fælles	3.858	Nordamerika	18,81
Administrationsomkostninger	3.858	Nordeuropa	14,38
		Skandinavien	11,04
		Storbritannien	13,94
		Sydamerika	6,61
		Sydeuropa	11,45
		Østeuropa	2,35

Value Bonds 2017 Udb.

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.
6 Medlemmernes formue		
Emissioner i perioden	386.350	391.705
Emissionstillæg		1.819
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-3.283
Overført til udlodning næste år		-156
Overført fra resultatopgørelsen		-13.369
Medlemmernes formue (ultimo)	386.350	376.716

Nøgletal 1	2014
Årets afkast i %	-2,49
Indre værdi pr. andel	97,51
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	-16.808
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	386.350
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	376.716
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,36
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	3.858
ÅOP	1,89
Omsætningshastighed	0,08
Skattekurs	97,65

	2014 i 1.000 kr.	Andel
Aktivfordeling		
Børsnoterede finansielle instrumenter	353.536	93,8
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter	21.768	5,8
Andre aktiver / Anden gæld	6.365	1,7

■ INDEX Dow Jones Sustainability World

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	15.01.2002
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029746
Risikoklasse:	5

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i aktier i selskaber, som indgår i Dow Jones Sustainability World ex. Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments & Firearms and Adult Entertainment Index, der fokuserer på verdens 2.500 største virksomheder og måler på deres økonomiske, sociale og miljømæssige fremtræden. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 15,65 %, mens benchmark steg med 15,88 %. Afdelingens afkast var således positivt, men dårligere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark, med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Amerikanske aktier kunne notere nogle af de største stigninger, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt. Denne afdeling er mindre eksponeret mod amerikanske aktier end MSCI World. Derfor har afdelingens afkast været dårligere end MSCI World. På trods af det har afdelingen givet et højere afkast end andre afdelinger i samme aktie-kategori. Sektor-allokeringen, herunder en pæn overvægt i healthcare, har hjulpet til dette.

Afdelingen skiftede i 2013 til et benchmark, hvor endnu flere aktier er filtreret væk, herunder aktier relateret til tobak og gambling. I 2014 gav det nye benchmark et afkast, der var 0,8 % højere end det gamle, hvilket er relativt meget i lyset af at kun ca. 15 % af selskaberne blev filtreret væk.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer globalt herunder i emerging markets og eksponerer sig mod de selskaber, som er ledende i deres sektor målt ud fra bæredygtige kriterier. Det vurderes, at denne type selskaber over tid vil have en risiko på niveau med eller lavere end det resterende aktiemarked.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det dårligere eller bedre end MSCI World. Endvidere er afdelingen markant undervægtet USA og overvægtet i Europa, hvorfor der er en markant landerisiko i forhold til MSCI World.

Forventninger

Vi forventer et positivt afkast for 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen vil gøre det bedre eller værre end MSCI World. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det bedre end MSCI World, da bæredygtige aktier historisk har gjort det bedre end det øvrige marked.

Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark. Dog skal omkostningerne tages i betragtning.

INDEX Dow Jones Sustainability World

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	3	-1
Renteudgifter	-17	0
Udbytter	8.533	4.691
I alt renter og udbytter	8.519	4.690
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	34.032	18.311
Valutakonti	85	12
Handelsomkostninger	146	15
I alt kursgevinster og -tab	33.971	18.308
3 Administrationsomkostninger	1.466	800
Resultat før skat	41.024	22.198
4 Skat	910	394
Årets nettoresultat	40.114	21.804
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-6.032	-4.295
Overført fra sidste år	-12.342	320
I alt formuebevægelser	-18.374	-3.975
Til disposition	21.740	17.829
Til rådighed for udlodning	-837	-12.342
Overført til næste år	-837	-12.342
Overført til formuen	22.577	30.171

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.578	-597
Likvider	1.578	-597
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	4.728	2.101
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	326.155	176.189
Kapitalandele	330.883	178.290
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	357	191
Andre tilgodehavender	0	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.490	3.899
Aktuelle skatteaktiver	309	479
Andre aktiver	2.156	4.573
Aktiver	334.617	182.266
Passiver		
7 Medlemmernes formue	332.445	179.330
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	4	2
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.168	2.934
Anden gæld	2.172	2.936
Passiver	334.617	182.266

INDEX Dow Jones Sustainability World

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	3	-1	Udlodning overført fra sidste år	-12.342	320
Renteindtægter	3	-1	Fremførte tab fra sidste år	0	-17.469
Renteudgifter			Renter og udbytter	8.686	4.662
Renteudgifter optagne lån	-17	0	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-910	-394
Renteudgifter	-17	0	Kursgevinst til udlodning	9.641	4.757
I alt renter (netto)	-14	-1	Udlodningsregulering af indkomst	-5.912	-4.217
Udbytter			I alt Indkomst	-837	-12.341
Noterede aktier fra danske selskaber	57	33	Administrationsomkostninger til modregning	-1.466	-800
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.476	4.658	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-120	-78
Udbytte	8.533	4.691	I alt administrationsomkostninger	-1.586	-878
2 Kursgevinster og -tab			I alt til rådighed for udlodning brutto	-2.423	-13.220
Noterede aktier fra danske selskaber	894	224	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	1.586	878
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	33.138	18.087	I alt til rådighed for udlodning netto	-837	-12.342
Kapitalandele	34.032	18.311	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Valutakonti	85	12	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger			Sektorfordeling		
Bruttohandelsomkostninger	288	44	Energi	6,67	9,91
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	142	29	Finans	23,85	23,64
Handelsomkostninger	146	15	Forbrugsgoder	6,84	9,01
I alt kursgevinster og -tab	33.971	18.308	Forsyning	2,30	2,40
3 Administrationsomkostninger			Industri	8,59	9,35
Fast administrationshonorar	1.459	794	IT	16,52	14,38
Administrationsomkostninger - fælles	1.459	794	Konsumentvarer	9,08	9,34
Gebyrer til depotselskab	7	6	likvider m.m.	0,47	0,58
Administrationsomkostninger - direkte	7	6	Materialer	6,09	8,73
Administrationsomkostninger	1.466	800	Sundhedspleje	19,19	12,67
4 Skat			Telekommunikation	0,40	0,00
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	910	394	Geografisk fordeling		
Skat	910	394	Danmark	1,42	1,17
			Fjernøsten ex. Japan	11,36	9,79
			Japan	3,77	3,71
			likvider m.m.	0,47	0,58
			Nordamerika	35,64	34,56
			Nordeuropa	21,52	22,87
			Skandinavien	2,45	2,55
			Storbritannien	9,16	9,53
			Sydamerika	1,61	1,82
			Sydeuropa	12,61	13,42

INDEX Dow Jones Sustainability World

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	184.210	179.330	142.433	122.523	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-2.849	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-283	
Emissioner i perioden	163.250	164.771	43.777	39.886	
Indløsninger i perioden	-52.192	-52.178	-2.000	-1.846	
Emissionstillæg		327		91	
Indløsningsfradrag		81		4	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		6.032		4.295	
Overført til udlodning fra sidste år		12.342		-320	
Overført til udlodning næste år		-837		-12.342	
Overført fra resultatopgørelsen		22.577		30.171	
Medlemmernes formue (ultimo)	295.268	332.445	184.210	179.330	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	15,65	15,69	15,33	-5,63	12,35
Benchmarkafkast i %	15,88	16,24	14,17	-5,06	14,09
Indre værdi pr. andel	112,59	97,35	86,02	76,43	82,51
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	40.114	21.804	14.880	-3.528	17.618
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	2,00	2,00	1,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	295.268	184.210	142.433	115.883	71.363
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	332.445	179.330	122.523	88.567	58.882
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.466	800	560	365	701
ÅOP	0,63	0,60	0,61	0,61	0,61
Omsætningshastighed	0,15	0,29	0,10	0,07	0,11
Skattekurs	113,10	97,00	85,85	76,70	84,42
Sharpe Ratio Benchmark	1,03				
Sharpe Ratio Afdeling	0,99				
Volatilitet Benchmark i %	9,36				
Volatilitet Afdeling i %	9,39				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		330.883	99,5	178.290	99,4
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		1.578	0,5	-597	-0,3
Andre aktiver / Anden gæld		-16	0,0	1.637	0,9

■ INDEX Emerging Markets

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	09.05.2011
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6030076
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i aktier udstedt af selskaber hjemmehørende i emerging markets-lande, som indgår i MSCI Emerging Markets indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 10,23 %, mens benchmark steg med 11,18 %. Afdelingens afkast var således positivt, men dårligere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Amerikanske aktier kunne notere nogle af de største stigninger, større end forventet, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt. Efter et roligt 1. halvår blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad. Det har i høj grad også påvirket denne afdeling, da bl.a. Rusland har været voldsomt ramt. Valutaen har også været under pres, og samlet set faldt Rusland med 40 % i 2014.

Afdelingen investerer i de mere risikofyldte lande i verden, men den diversificerede tilgang gavnede betydeligt. Mange lande fremviste således pæne afkast, f.eks. Thailand og Indonesien med henholdsvis 33 % og 44 %. Afkastet er samlet set ikke så positivt som forventet og er noget lavere end MSCI World.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig udelukkende mod MSCI Emerging Markets. Der vil være perioder, hvor disse landes aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI World, og samlet set skal man forvente afkastudsving i den meget høje ende.

Forventninger

De seneste år har emerging markets givet skuffende afkast, som ikke er i overensstemmelse med nøgletal for selskaberne i landene. Vi forventer derfor, at afdelingen i 2015 vil give et betydeligt positivt afkast, men dog med store udsving landene imellem. Nøgletal for landene ser fortsat yderst attraktive ud i forhold til resten af verden, og vi vurderer, at afdelingen vil gøre det betydeligt bedre end MSCI World, men på den helt korte bane er det usikkert, om afkastet vil stige. På lang sigt er det vores vurdering, at afdelingen vil gøre det bedre end MSCI World, da emerging markets-aktier historisk har gjort det bedre end det øvrige marked. Dog med en markant højere risiko, men vi forventer, at man bliver kompenseret for det i form af et højere afkast og afkast/risiko-forhold end markedet.

Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark. Dog skal omkostningerne tages i betragtning.

INDEX Emerging Markets

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	2	1
Renteudgifter	-2	0
Udbytter	7.786	5.712
I alt renter og udbytter	7.786	5.713
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	20.594	-19.116
Valutakonti	-19	10
Handelsomkostninger	68	40
I alt kursgevinster og -tab	20.507	-19.066
I alt nettoindtægter	28.293	-13.353
3 Administrationsomkostninger	1.788	1.333
Resultat før skat	26.505	-14.686
4 Skat	756	457
Årets nettoresultat	25.749	-15.143
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	768	160
Overført fra sidste år	121	165
I alt formuebevægelser	889	325
Til disposition	26.638	-14.818
Til rådighed for udlodning	7.269	2.946
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	7.246	2.825
Overført til næste år	23	121
Overført til formuen	19.369	-17.764

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.063	68
Likvider	1.063	68
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	315.619	233.754
Kapitalandele	315.619	233.754
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	70	0
Afledte finansielle instrumenter	70	0
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	310	130
Andre tilgodehavender	0	50
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	947	28.512
Aktuelle skatteaktiver	24	7
Andre aktiver	1.281	28.699
Aktiver	318.033	262.521
Passiver		
7 Medlemmernes formue	316.758	237.070
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1	8
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.274	25.443
Anden gæld	1.275	25.451
Passiver	318.033	262.521

INDEX Emerging Markets

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	2	-2	Udlodning overført fra sidste år	121	165
Øvrige indtægter	0	3	Fremførte tab fra sidste år	0	-1.671
Renteindtægter	2	1	Renter og udbytter	7.780	5.704
Renteudgifter			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-756	-457
Renteudgifter optagne lån	-2	0	Kursgevinst til udlodning	1.142	378
Renteudgifter	-2	0	Udlodningsregulering af indkomst	988	453
I alt renter (netto)	0	1	I alt Indkomst	9.275	4.572
Udbytter			Administrationsomkostninger til modregning	-1.788	-1.333
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.786	5.712	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-220	-293
Udbytte	7.786	5.712	I alt administrationsomkostninger	-2.008	-1.626
2 Kursgevinster og -tab			I alt til rådighed for udlodning brutto	7.269	2.946
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.594	-19.116	I alt til rådighed for udlodning netto	7.269	2.946
Kapitalandele	20.594	-19.116	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Valutakonti	-19	10	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger			Sektorfordeling		
Bruttohandelsomkostninger	164	47	Energi	7,31	10,51
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	96	87	Finans	29,17	27,06
Handelsomkostninger	68	40	Forbrugsgoder	8,62	8,01
I alt kursgevinster og -tab	20.507	-19.066	Forsyning	3,11	3,38
3 Administrationsomkostninger			Industri	7,62	6,75
Fast administrationshonorar	1.716	1.278	IT	18,29	16,05
Administrationsomkostninger - fælles	1.716	1.278	Konsumentvarer	7,42	8,26
Gebyrer til depotselskab	72	55	likvider m.m.	0,34	1,37
Administrationsomkostninger - direkte	72	55	Materialer	8,03	10,32
Administrationsomkostninger	1.788	1.333	Sundhedspleje	2,36	1,40
4 Skat			Telekommunikation	7,72	6,88
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	756	457	Geografisk fordeling		
Skat	756	457	Fjernøsten ex. Japan	65,79	61,92
			likvider m.m.	0,34	1,37
			Mellemøsten og Afrika	8,67	7,12
			Nordamerika	0,25	0,30
			Sydamerika	17,24	18,67
			Sydeuropa	0,62	0,40
			Østeuropa	7,09	10,22

INDEX Emerging Markets

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	256.779	237.070	172.764	175.970	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-2.825		-3.887	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-83		-329	
Emissioner i perioden	58.250	56.734	88.487	84.486	
Indløsninger i perioden		-1	-4.472	-4.311	
Emissionstillæg		114		269	
Indløsningsfradrag		0		15	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-768		-160	
Overført til udlodning fra sidste år		-121		-165	
Overført til udlodning næste år		23		121	
Foreslået udlodning		7.246		2.825	
Overført fra resultatopgørelsen		19.369		-17.764	
Medlemmernes formue (ultimo)	315.029	316.758	256.779	237.070	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	
Årets afkast i %	10,23	-7,29	17,01	-12,96	
Benchmarkafkast i %	11,18	-6,82	16,86	-15,92	
Indre værdi pr. andel	100,55	92,32	101,86	87,04	
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	25.749	-15.143	20.245	-9.664	
Årets udlodning pr. andel i kr.	2,30	1,10	2,25	0,00	
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	315.029	256.779	172.764	120.474	
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	316.758	237.070	175.970	104.865	
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,65	0,65	0,65	0,65	
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.788	1.333	925	391	
ÅOP	0,80	0,76	0,81	0,81	
Omsætningshastighed	0,03	0,02	0,02	0,02	
Skattekurs	100,00	92,45	101,60	87,55	
Sharpe Ratio Benchmark	0,35				
Sharpe Ratio Afdeling	0,06				
Volatilitet Benchmark i %	13,12				
Volatilitet Afdeling i %	14,00				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		315.619	99,6	233.754	98,6
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		1.133	0,4	68	0,0
Andre aktiver / Anden gæld		6	0,0	3.248	1,4

■ INDEX Europa Growth

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029754
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i europæiske vækstaktier i selskaber, som indgår MSCI Europe Growth-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 7,90 %, mens benchmark steg med 7,84 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Europæiske aktier kunne ikke følge helt med de amerikanske aktier, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Som sædvanligt var der store afkastforskelle landene i mellem i Europa. Flere af de helt små lande havde endda betydelige negative afkast. Men flere af de store økonomier, som f.eks. Tyskland, skuffede også ved kun at levere små positive afkast. Efter et roligt 1. halvår blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det ikke været et år med de store forskelle. Value-aktier har dog givet lidt lavere afkast end vækst-aktier (growth).

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod 50 % af MSCI Europa. Mere præcist de 50 % aktier som bedst kan karakteriseres som vækstaktier ud fra MSCI's definitioner.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI Europa. Ønsker man ikke denne risiko anbefales det, at man investerer samme andel i afdelingens pendant, INDEX Europe Value, hvorved denne risiko neutraliseres.

Forventninger

Vi forventer, at afkastet vil være positivt i 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI Europa. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det lidt dårligere end MSCI Europa, da growth historisk har gjort det dårligere end value.

Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX Europa Growth

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	2	-1
Udbytter	5.945	7.005
I alt renter og udbytter	5.947	7.004
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	12.744	31.837
Valutakonti	56	31
Handelsomkostninger	76	26
I alt kursgevinster og -tab	12.724	31.842
I alt nettoindtægter	18.671	38.846
3 Administrationsomkostninger	1.117	1.224
Resultat før skat	17.554	37.622
4 Skat	626	506
Årets nettoresultat	16.928	37.116
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-4.316	14.689
Overført fra sidste år	-24.512	344
I alt formuebevægelser	-28.828	15.033
Til disposition	-11.900	52.149
Til rådighed for udlodning	-20.006	-24.512
Overført til næste år	-20.006	-24.512
Overført til formuen	8.106	76.661

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	341	-601
Likvider	341	-601
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	11.458	5.011
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	233.093	183.713
Kapitalandele	244.551	188.724
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	162	171
Andre tilgodehavender	0	10
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	422	3.688
Aktuelle skatteaktiver	426	993
Andre aktiver	1.010	4.862
Aktiver	245.902	192.985
Passiver		
7 Medlemmernes formue	245.480	190.254
Anden gæld		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	422	2.731
Anden gæld	422	2.731
Passiver	245.902	192.985

INDEX Europa Growth

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	1	-1	Udlodning overført fra sidste år	-24.512	344
Øvrige indtægter	1	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-75.229
Renteindtægter	2	-1	Renter og udbytter	6.504	6.938
I alt renter (netto)	2	-1	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-626	-506
Udbytter			Kursgevinst til udlodning	2.869	29.567
Noterede aktier fra danske selskaber	145	105	Udlodningsregulering af indkomst	-4.241	14.375
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.800	6.900	I alt Indkomst	-20.006	-24.511
Udbytte	5.945	7.005	Administrationsomkostninger til modregning	-1.117	-1.224
2 Kursgevinster og -tab			Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-75	314
Noterede aktier fra danske selskaber	1.499	950	I alt administrationsomkostninger	-1.192	-910
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.245	30.887	I alt til rådighed for udlodning brutto	-21.198	-25.422
Kapitalandele	12.744	31.837	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	1.192	910
Valutakonti	56	31	I alt til rådighed for udlodning netto	-20.006	-24.512
Handelsomkostninger			6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Bruttohandelsomkostninger	107	51	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	31	25	Sektorfordeling		
Handelsomkostninger	76	26	Energi	1,52	3,49
I alt kursgevinster og -tab	12.724	31.842	Finans	12,36	14,42
3 Administrationsomkostninger			Forbrugsgoder	13,05	13,70
Fast administrationshonorar	1.117	1.218	Forsyning	0,00	0,28
Administrationsomkostninger - fælles	1.117	1.218	Industri	14,03	16,35
Gebyrer til depotselskab	0	6	IT	6,71	6,27
Administrationsomkostninger - direkte	0	6	Konsumentvarer	21,19	20,45
Administrationsomkostninger	1.117	1.224	likvider m.m.	0,37	0,80
4 Skat			Materialer	10,03	8,84
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	626	506	Sundhedspleje	19,43	12,93
Skat	626	506	Telekommunikation	1,31	2,46
			Geografisk fordeling		
			Danmark	4,67	2,63
			likvider m.m.	0,37	0,80
			Nordamerika	0,00	0,16
			Nordeuropa	49,79	42,32
			Skandinavien	7,52	6,24
			Storbritannien	22,53	26,90
			Sydeuropa	15,12	20,95

INDEX Europa Growth

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	198.970	190.254	270.256	223.426	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-4.730	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-70	
Emissioner i perioden	39.550	38.776	34.708	30.878	
Indløsninger i perioden	-600	-608	-105.994	-96.691	
Emissionstillæg		129		112	
Indløsningsfradrag		1		213	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		4.316		-14.689	
Overført til udlodning fra sidste år		24.512		-344	
Overført til udlodning næste år		-20.006		-24.512	
Overført fra resultatopgørelsen		8.106		76.661	
Medlemmernes formue (ultimo)	237.920	245.480	198.970	190.254	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	7,90	17,98	18,60	-8,07	17,88
Benchmarkafkast i %	7,84	18,18	18,33	-6,97	18,19
Indre værdi pr. andel	103,18	95,62	82,67	71,52	79,08
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	16.928	37.116	34.518	-18.820	25.337
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	1,75	2,00	1,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	237.920	198.970	270.256	261.306	215.051
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	245.480	190.254	223.426	186.894	170.064
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.117	1.224	1.065	982	752
ÅOP	0,64	0,62	0,62	0,62	0,62
Omsætningshastighed	0,15	0,14	0,18	0,19	0,32
Skattekurs	102,88	95,15	82,65	71,32	79,84
Sharpe Ratio Benchmark	0,89				
Sharpe Ratio Afdeling	0,86				
Volatilitet Benchmark i %	10,71				
Volatilitet Afdeling i %	10,79				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	244.551	99,6	188.724	99,2	
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0	
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0	
Øvrige finansielle instrumenter	341	0,1	-601	-0,3	
Andre aktiver / Anden gæld	588	0,2	2.131	1,1	

■ INDEX Europa Small Cap

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029762
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i europæiske small cap-aktier i selskaber, som indgår i MSCI Europe Small Cap-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 4,90 %, mens benchmark steg med 6,27 %. Afdelingens afkast var således positivt, men lavere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede. Porteføljen er relativ lille (men stigende), og da benchmark indeholder mere end 1.000 aktier, har vi i perioder med høj volatilitet sværere ved at følge udsvingene i markedet. For at undgå øgede handelsomkostninger accepterer vi til en vis grænse denne højere risiko.

Europæiske aktier kunne ikke følge helt med de amerikanske aktier, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Som sædvanligt var der store afkastforskelle landene i mellem i Europa. Flere af de helt små lande havde endda betydelige negative afkast. Men flere af de store økonomier, som f.eks. Tyskland, skuffede også ved kun at levere små positive afkast. Efter et roligt 1. halvår blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. Olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det ikke været et år med de store forskelle. Value-aktier har dog givet lidt lavere afkast end vækst-aktierne (growth). De små aktier har givet et afkast på niveau med de store aktier.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod de 15 % mindste aktier i Europa målt på aktiernes markedsværdi, dog undtaget den 1 % med lavest markedsværdi. Denne type aktier er markant mere risikofyldte end aktier med større markedsværdi, og afkastudsvingene kan være betydelige i forhold til MSCI Europa. Vi forventer både, at den højere risiko materialiseres i et højere afkast over tid, og også et bedre afkast/risiko forhold.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI Europa. Ønsker man en eksponering mod Europa, men ikke denne risiko, anbefales det, at man i stedet investerer lige store andele i afdelingerne INDEX Europe Growth og INDEX Europe Value.

Forventninger

Vi forventer, at afkastet vil være positivt i 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi vurderer, at afdelingen vil gøre det lidt bedre MSCI Europa. På lang sigt er det også vores vurdering at afdelingen vil gøre det bedre end MSCI Europa, da small cap-aktier historisk har givet et højere afkast end large cap-aktier.

Afdelingen har på det seneste opnået en størrelse, der gør, at vi i højere grad end tidligere kan matche benchmark. Vi forventer at kunne holde vores målsætning om at levere en afkastafvigelse til benchmark, som er inden for vores rammer.

INDEX Europa Small Cap

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	2	0
Udbytter	2.361	893
I alt renter og udbytter	2.363	893
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	1.631	9.905
Valutakonti	-20	17
Handelsomkostninger	61	12
I alt kursgevinster og -tab	1.550	9.910
I alt nettoindtægter	3.913	10.803
3 Administrationsomkostninger	469	205
Resultat før skat	3.444	10.598
4 Skat	159	59
Årets nettoresultat	3.285	10.539
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-6.289	-8.770
Overført fra sidste år	-14.972	19
I alt formuebevægelser	-21.261	-8.751
Til disposition	-17.976	1.788
Til rådighed for udlodning	-16.417	-14.972
Overført til næste år	-16.417	-14.972
Overført til formuen	-1.559	16.760

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	220	465
Likvider	220	465
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	5.003	3.714
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	94.423	62.299
Kapitalandele	99.426	66.013
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	74	54
Andre tilgodehavender	0	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	49	2.571
Aktuelle skatteaktiver	122	92
Andre aktiver	245	2.721
Aktiver	99.891	69.199
Passiver		
7 Medlemmernes formue	99.841	66.867
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1	2
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	49	2.330
Anden gæld	50	2.332
Passiver	99.891	69.199

INDEX Europa Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Øvrige indtægter	2	0	Udlodning overført fra sidste år	-14.972	19
Renteindtægter	2	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-7.046
I alt renter (netto)	2	0	Renter og udbytter	2.334	871
Udbytter			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-159	-59
Noterede aktier fra danske selskaber	52	19	Kursgevinst til udlodning	2.644	-98
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.309	874	Udlodningsregulering af indkomst	-6.263	-8.661
Udbytte	2.361	893	I alt Indkomst	-16.416	-14.974
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-469	-205
Noterede aktier fra danske selskaber	610	818	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-26	-109
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.021	9.087	I alt administrationsomkostninger	-495	-314
Kapitalandele	1.631	9.905	I alt til rådighed for udlodning brutto	-16.912	-15.286
Valutakonti	-20	17	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	495	314
Handelsomkostninger			I alt til rådighed for udlodning netto	-16.417	-14.972
Bruttohandelsomkostninger	125	23	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	64	11	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger	61	12	Sektorfordeling		
I alt kursgevinster og -tab	1.550	9.910	Energi	3,00	3,98
3 Administrationsomkostninger			Finans	23,73	20,67
Fast administrationshonorar	469	199	Forbrugsgoder	15,93	18,11
Administrationsomkostninger - fælles	469	199	Forsyning	2,30	2,65
Gebyrer til depotselskab	0	6	Industri	20,27	22,17
Administrationsomkostninger - direkte	0	6	IT	11,39	10,34
Administrationsomkostninger	469	205	Konsumentvarer	4,90	5,40
4 Skat			likvider m.m.	0,41	1,27
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	159	59	Materialer	8,36	7,82
Skat	159	59	Sundhedspleje	7,77	5,85
			Telekommunikation	1,93	1,74
			Geografisk fordeling		
			Danmark	5,01	5,55
			likvider m.m.	0,41	1,27
			Nordamerika	0,12	0,42
			Nordeuropa	32,75	30,55
			Skandinavien	14,26	14,65
			Storbritannien	33,43	31,76
			Sydeuropa	14,03	15,80

INDEX Europa Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	56.717	66.867	24.427	22.319	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-489	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-82	
Emissioner i perioden	28.810	35.146	32.478	34.579	
Indløsninger i perioden	-4.800	-5.569	-188	-185	
Emissionstillæg		106		186	
Indløsningsfradrag		6		0	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		6.289		8.770	
Overført til udlodning fra sidste år		14.972		-19	
Overført til udlodning næste år		-16.417		-14.972	
Overført fra resultatopgørelsen		-1.559		16.760	
Medlemmernes formue (ultimo)	80.727	99.841	56.717	66.867	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	4,90	31,70	24,65	-10,69	26,90
Benchmarkafkast i %	6,27	33,40	27,47	-17,67	30,11
Indre værdi pr. andel	123,68	117,90	91,37	74,84	85,28
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	3.285	10.539	4.179	-4.970	8.321
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	2,00	1,75	1,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	80.727	56.717	24.427	21.677	45.396
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	99.841	66.867	22.319	16.223	38.713
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	469	205	102	169	174
ÅOP	0,68	0,67	0,66	0,66	0,68
Omsætningshastighed	0,14	0,09	0,03	0,02	0,17
Skattekurs	123,70	118,10	90,94	74,66	85,13
Sharpe Ratio Benchmark	0,92				
Sharpe Ratio Afdeling	0,94				
Volatilitet Benchmark i %	13,77				
Volatilitet Afdeling i %	13,65				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		99.426	99,6	66.013	98,7
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		220	0,2	465	0,7
Andre aktiver / Anden gæld		195	0,2	389	0,6

■ INDEX Europa Value

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029770
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i europæiske value-aktier i selskaber, som indgår i MSCI Europe Value-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,24 %, mens benchmark steg med 5,40 %. Afdelingens afkast var således positivt, men dårligere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Europæiske aktier kunne ikke følge helt med de amerikanske aktier, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Som sædvanligt var der store afkastforskelle landene i mellem i Europa. Flere af de helt små lande havde endda betydelige negative afkast. Men flere af de store økonomier, som f.eks. Tyskland, skuffede også ved kun at levere små positive afkast. Efter et roligt 1. halvår blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod 50 % af MSCI Europa. Mere præcist de 50 % aktier som bedst kan karakteriseres som value-aktier ud fra MSCI's definitioner.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI Europa. Ønsker man ikke denne risiko, anbefales det, at man investerer samme andel i afdelingens pendant, INDEX Europe Growth, hvorved denne risiko neutraliseres.

Forventninger

Vi forventer, at afkastet vil være positivt i 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi kan ikke vurdere om afdelingen vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI Europa. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det lidt bedre end MSCI Europa, da value historisk har gjort det bedre end growth.

Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX Europa Value

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	3	-1
Udbytter	9.396	9.088
I alt renter og udbytter	9.399	9.087
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	1.213	30.310
Valutakonti	28	159
Handelsomkostninger	91	8
I alt kursgevinster og -tab	1.150	30.461
I alt nettoindtægter	10.549	39.548
3 Administrationsomkostninger	954	1.017
Resultat før skat	9.595	38.531
4 Skat	812	714
Årets nettoresultat	8.783	37.817
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-10.681	15.632
Overført fra sidste år	-56.535	307
I alt formuebevægelser	-67.216	15.939
Til disposition	-58.433	53.756
Til rådighed for udlodning	-54.929	-56.535
Overført til næste år	-54.929	-56.535
Overført til formuen	-3.504	110.291

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	546	546
Likvider	546	546
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	1.513	765
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	199.907	157.716
Kapitalandele	201.420	158.481
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	145	204
Andre tilgodehavender	1	10
Aktuelle skatteaktiver	560	980
Andre aktiver	706	1.194
Aktiver	202.672	160.221
Passiver		
7 Medlemmernes formue	202.672	160.221
Passiver	202.672	160.221

INDEX Europa Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	3	-1	Udlodning overført fra sidste år	-56.535	307
Renteindtægter	3	-1	Fremførte tab fra sidste år	0	-74.701
I alt renter (netto)	3	-1	Renter og udbytter	9.819	9.078
Udbytter			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-812	-714
Noterede aktier fra danske selskaber	41	78	Kursgevinst til udlodning	3.213	-5.869
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.355	9.010	Udlodningsregulering af indkomst	-10.614	15.364
Udbytte	9.396	9.088	I alt Indkomst	-54.929	-56.535
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-954	-1.017
Noterede aktier fra danske selskaber	-35	361	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-67	268
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.248	29.949	I alt administrationsomkostninger	-1.021	-749
Kapitalandele	1.213	30.310	I alt til rådighed for udlodning brutto	-55.950	-57.284
Valutakonti	28	159	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	1.021	749
Handelsomkostninger			I alt til rådighed for udlodning netto	-54.929	-56.535
Bruttohandelsomkostninger	130	49	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	39	41	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger	91	8	Sektorfordeling		
I alt kursgevinster og -tab	1.150	30.461	Energi	14,30	17,41
3 Administrationsomkostninger			Finans	33,81	29,98
Fast administrationshonorar	954	1.011	Forbrugsgoder	8,85	6,69
Administrationsomkostninger - fælles	954	1.011	Forsyning	6,14	4,43
Gebyrer til depotselskab	0	6	Industri	8,08	6,67
Administrationsomkostninger - direkte	0	6	IT	2,24	1,74
Administrationsomkostninger	954	1.017	Konsumentvarer	4,77	5,39
4 Skat			likvider m.m.	0,61	1,07
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	812	714	Materialer	7,84	8,73
Skat	812	714	Sundhedspleje	4,42	9,72
			Telekommunikation	8,93	8,17
			Geografisk fordeling		
			Danmark	0,75	0,48
			likvider m.m.	0,61	1,07
			Nordamerika	0,20	0,36
			Nordeuropa	34,19	30,73
			Skandinavien	8,92	6,50
			Storbritannien	29,76	37,14
			Sydeuropa	25,57	23,73

INDEX Europa Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	224.083	160.221	289.772	177.631	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-6.520	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-360	
Emissioner i perioden	50.560	37.485	47.727	30.127	
Indløsninger i perioden	-5.300	-3.931	-113.416	-78.701	
Emissionstillæg		111		81	
Indløsningsfradrag		3		146	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		10.681		-15.632	
Overført til udlodning fra sidste år		56.535		-307	
Overført til udlodning næste år		-54.929		-56.535	
Overført fra resultatopgørelsen		-3.504		110.291	
Medlemmernes formue (ultimo)	269.343	202.672	224.083	160.221	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	5,24	20,94	16,05	-9,88	3,26
Benchmarkafkast i %	5,40	21,34	16,87	-9,69	4,28
Indre værdi pr. andel	75,25	71,50	61,30	54,93	62,89
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	8.783	37.817	24.123	-20.010	5.827
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	2,25	2,25	2,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	269.343	224.083	289.772	315.822	273.969
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	202.672	160.221	177.631	173.466	172.287
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	954	1.017	871	922	803
ÅOP	0,65	0,60	0,60	0,61	0,61
Omsætningshastighed	0,19	0,16	0,16	0,16	0,24
Skattekurs	75,25	71,35	61,30	54,85	63,80
Sharpe Ratio Benchmark	0,47				
Sharpe Ratio Afdeling	0,44				
Volatilitet Benchmark i %	13,33				
Volatilitet Afdeling i %	13,33				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		201.420	99,4	158.481	98,9
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		546	0,3	546	0,3
Andre aktiver / Anden gæld		706	0,3	1.194	0,7

■ INDEX Globale Aktier Min. Risiko

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	16.03.2007
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6003184
Risikoklasse:	5

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale aktier i selskaber, der indgår i indekset MSCI World Minimum Volatility Index. Indekset omfatter ca. 300 aktier globalt i de modne markeder, dvs. amerikanske, europæiske, japanske og andre østasiatiske aktier. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 26,77 %, mens benchmark steg med 26,58 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark, med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Amerikanske aktier kunne notere nogle af de største stigninger, større end forventet, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Efter et roligt 1. halvår, blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Afdelingen har været den bedst performende globale afdeling i Danmark i 2014. Det usædvanligt flotte, men meget overraskende afkast, skyldes investorenes nervøsitet, som tog til hen mod slutningen af året. Det usædvanligt lave renteniveau giver ikke mange alternativer til aktier, og en del nervøse investorer flygter således ikke ud af aktiemarkedet, men over i lavrisiko-aktier.

Stilmæssigt har det ellers ikke været et år med de store forskelle. Value-aktier har dog givet lidt lavere afkast end vækst-aktier (growth). Og de små aktier har givet lidt lavere afkast end de store aktier. Ingen af delene var som ventet.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod de mindre volatile aktier i MSCI World. Afdelingens hensigt er at levere en afkastudvikling, som har markant mindre udsving end det resterende aktiemarked. Vi forventer således en reduktion på 25-30 % i de absolutte afkastudsving samt i maksimalt tab siden det værst tænkelige investeringstidspunkt, sammenlignet med MSCI World. Det skal dog understreges, at aktieinvestering altid er forbundet med risiko.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI World. Afdelingen er dog konstrueret således, at forskellen til MSCI World, primært stammer fra risikofaktoren. Lande- og stileksponeringer er således tæt på MSCI World.

Forventninger

Vi forventer et positivt afkast i 2015, men det er sandsynligt, at det vil være de mere risikofyldte strategier, der vil give det højeste afkast. Derfor tror vi, at afkastet bliver lidt under afkastet på MSCI World, men med markant mindre afkastudsving. På lang sigt er det vores vurdering, at afdelingen vil give investorene et rigtigt attraktivt afkast i forhold til risikoen, men muligvis med et afkast lidt under MSCI World.

Det lave renteniveau giver ikke investorerne mange alternativer til aktier. Derfor er vi meget overbeviste om, at afdelingen som minimum giver et positivt afkast i 2015. Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX Globale Aktier Min. Risiko

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	2	-1
Udbytter	30.146	39.939
I alt renter og udbytter	30.148	39.938
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	237.410	126.314
Valutakonti	229	-2.555
Handelsomkostninger	274	119
I alt kursgevinster og -tab	237.365	123.640
I alt nettoindtægter	267.513	163.578
3 Administrationsomkostninger	5.236	6.477
Resultat før skat	262.277	157.101
4 Skat	3.370	5.409
Årets nettoresultat	258.907	151.692
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	8.705	-33.743
Overført fra sidste år	61	2.797
I alt formuebevægelser	8.766	-30.946
Til disposition	267.673	120.746
Til rådighed for udlodning	72.167	75.795
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	71.429	75.734
Overført til næste år	738	61
Overført til formuen	195.506	44.951

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.375	4.555
Likvider	2.375	4.555
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	0	4.026
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.339.254	864.667
Kapitalandele	1.339.254	868.693
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	2
Afledte finansielle instrumenter	0	2
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	2.269	1.592
Andre tilgodehavender	0	79
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.941	6.361
Aktuelle skatteaktiver	800	1.038
Andre aktiver	8.010	9.070
Aktiver	1.349.639	882.320
Passiver		
7 Medlemmernes formue	1.344.369	873.835
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	36	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5.234	8.485
Anden gæld	5.270	8.485
Passiver	1.349.639	882.320

INDEX Globale Aktier Min. Risiko

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	1	-3	Udlodning overført fra sidste år	61	2.797
Øvrige indtægter	1	2	Renter og udbytter	30.519	40.044
Renteindtægter	2	-1	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-3.370	-5.409
I alt renter (netto)	2	-1	Kursgevinst til udlodning	41.487	78.583
Udbytter			Udlodningsregulering af indkomst	9.461	-35.933
Noterede aktier fra danske selskaber	229	533	I alt indkomst	78.158	80.082
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	29.917	39.406	Administrationsomkostninger til modregning	-5.236	-6.477
Udbytte	30.146	39.939	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-756	2.190
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-5.992	-4.287
Noterede aktier fra danske selskaber	741	1.356	I alt til rådighed for udlodning brutto	72.167	75.795
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	236.669	124.958	I alt til rådighed for udlodning netto	72.167	75.795
Kapitalandele	237.410	126.314	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
Valutakonti	229	-2.555	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Handelsomkostninger			Sektorfordeling		
Bruttohandelsomkostninger	385	178	Energi	2,31	3,82
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	111	59	Finans	13,77	14,14
Handelsomkostninger	274	119	Forbrugsgoder	12,95	13,56
I alt kursgevinster og -tab	237.365	123.640	Forsyning	3,30	2,78
3 Administrationsomkostninger			Industri	8,19	9,34
Fast administrationshonorar	5.236	6.472	IT	14,41	12,63
Administrationsomkostninger - fælles	5.236	6.472	Konsumentvarer	15,58	15,65
Gebyrer til depotselskab	0	5	likvider m.m.	0,38	0,59
Administrationsomkostninger - direkte	0	5	Materialer	5,16	1,88
Administrationsomkostninger	5.236	6.477	Sundhedspleje	17,29	16,23
4 Skat			Telekommunikation	6,66	9,39
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	3.370	5.409	Geografisk fordeling		
Skat	3.370	5.409	Danmark	0,00	0,46
			Fjernøsten ex. Japan	7,12	7,17
			Japan	13,15	12,88
			likvider m.m.	0,38	0,59
			Mellemøsten og Afrika	0,96	0,61
			Nordamerika	67,25	64,63
			Nordeuropa	7,85	7,97
			Storbritannien	3,14	5,69
			Sydeuropa	0,15	0,00

INDEX Globale Aktier Min. Risiko

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	841.493	873.835	1.298.531	1.216.028	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-75.734		-25.971	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.809		-632	
Emissioner i perioden	282.390	296.641	287.219	292.752	
Indløsninger i perioden	-7.800	-8.083	-744.257	-761.488	
Emissionstillæg		597		411	
Indløsningsfradrag		15		1.043	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-8.705		33.743	
Overført til udlodning fra sidste år		-61		-2.797	
Overført til udlodning næste år		738		61	
Foreslået udlodning		71.429		75.734	
Overført fra resultatopgørelsen		195.506		44.951	
Medlemmernes formue (ultimo)	1.116.083	1.344.369	841.493	873.835	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	26,77	13,05	6,92	10,62	1,67
Benchmarkafkast i %	26,58	13,47	6,81	10,58	4,08
Indre værdi pr. andel	120,45	103,84	93,65	89,78	81,16
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	258.907	151.692	72.189	82.791	846
Årets udlodning pr. andel i kr.	6,40	9,00	2,00	2,25	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	1.116.083	841.493	1.298.531	1.198.801	63.960
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	1.344.369	873.835	1.216.028	1.076.319	51.910
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	5.236	6.477	6.135	1.634	160
ÅOP	0,61	0,57	0,60	0,60	0,75
Omsætningshastighed	0,14	0,04	0,09	0,16	0,64
Skattekurs	121,20	103,60	93,35	90,10	82,12
Sharpe Ratio Benchmark	1,77				
Sharpe Ratio Afdeling	1,12				
Volatilitet Benchmark i %	7,76				
Volatilitet Afdeling i %	9,25				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		1.339.254	99,6	868.693	99,4
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		2.375	0,2	4.557	0,5
Andre aktiver / Anden gæld		2.740	0,2	585	0,1

■ INDEX Japan Growth

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029797
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i japanske vækstaktier i selskaber, som indgår i MSCI Japan Growth-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,64 %, mens benchmark steg med 11,10 %. Afdelingens afkast var således positivt, men dårligere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er skuffende, men inden for rammerne af det forventede.

Samtlige INDEX-afdelinger havde positive afkast i 2014. Japanske aktier kunne ikke følge helt med de amerikanske aktier, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Den japanske valuta havde, i modsætning til de foregående år, en betydelig mere rolig udvikling målt over for danske kroner. Efter et roligt 1. halvår på aktiemarkedet blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det været et år med kun små forskelle. Vækst-aktier (growth), har givet lidt højere afkast end value-aktier. De små aktier har givet højere afkast end de store aktier.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod 50 % af MSCI Japan. Mere præcist de 50 % aktier, som bedst kan karakteriseres som vækstaktier ud fra MSCI's definitioner.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI Japan. Ønsker man ikke denne risiko, anbefales det, at man investerer samme andel i afdelingens pendant, INDEX Japan Value, hvorved denne risiko neutraliseres.

Forventninger

Vi forventer et positivt afkast i 2015 på niveau med resten af verden. Den lave korrelation til resten af verden forventes at fortsætte. Generelt har aktierisikoen i verden været lav, men for japanske aktier må man forvente en fortsat høj risiko. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen vil gøre det bedre eller værre end MSCI Japan. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det lidt dårligere end MSCI Japan, da growth historisk har gjort det dårligere end value.

Afdelingen har en størrelse og dermed en spredning, der på rimelig vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX Japan Growth

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	1	0
Renteudgifter	-12	0
Udbytter	8.110	1.407
I alt renter og udbytter	8.099	1.407
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	44.382	24.336
Valutakonti	57	325
Handelsomkostninger	124	29
I alt kursgevinster og -tab	44.315	24.632
I alt nettoindtægter	52.414	26.039
3 Administrationsomkostninger	2.626	560
Resultat før skat	49.788	25.479
4 Skat	1.216	99
Årets nettoresultat	48.572	25.380
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-74.615	-235.241
Overført fra sidste år	-276.006	817
I alt formuebevægelser	-350.621	-234.424
Til disposition	-302.049	-209.044
Til rådighed for udlodning	-346.985	-276.006
Overført til næste år	-346.985	-276.006
Overført til formuen	44.936	66.962

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.076	1.784
Likvider	1.076	1.784
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	568.530	408.666
Kapitalandele	568.530	408.666
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	240	206
Andre aktiver	240	206
Aktiver	569.846	410.656
Passiver		
7 Medlemmernes formue	569.842	409.229
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	4	127
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1.300
Anden gæld	4	1.427
Passiver	569.846	410.656

INDEX Japan Growth

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	1	0	Udlodning overført fra sidste år	-276.006	817
Renteindtægter	1	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-45.949
Renteudgifter			Renter og udbytter	8.112	1.407
Renteudgifter optagne lån	-12	0	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-1.216	-99
Renteudgifter	-12	0	Kursgevinst til udlodning	-3.261	1.562
I alt renter (netto)	-11	0	Udlodningsregulering af indkomst	-74.613	-233.744
Udbytter			I alt Indkomst	-346.984	-276.006
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.110	1.407	Administrationsomkostninger til modregning	-2.626	-560
Udbytte	8.110	1.407	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-2	-1.497
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-2.628	-2.057
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	44.382	24.336	I alt til rådighed for udlodning brutto	-349.613	-278.063
Kapitalandele	44.382	24.336	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	2.628	2.057
Valutakonti	57	325	I alt til rådighed for udlodning netto	-346.985	-276.006
Handelsomkostninger			6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Bruttohandelsomkostninger	183	53	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	59	24	Sektorfordeling		
Handelsomkostninger	124	29	Energi	0,79	0,87
I alt kursgevinster og -tab	44.315	24.632	Finans	13,27	19,52
3 Administrationsomkostninger			Forbrugsgoder	26,93	31,79
Fast administrationshonorar	2.626	560	Forsyning	0,18	0,28
Administrationsomkostninger - fælles	2.626	560	Industri	16,44	14,04
Administrationsomkostninger	2.626	560	IT	21,39	17,76
4 Skat			Konsumentvarer	8,02	5,95
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	1.216	99	likvider m.m.	0,23	0,14
Skat	1.216	99	Materialer	4,77	4,10
			Sundhedspleje	6,68	4,43
			Telekommunikation	1,30	1,13
			Geografisk fordeling		
			Japan	99,77	99,86
			likvider m.m.	0,23	0,14

INDEX Japan Growth

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	669.097	409.229	104.997	50.745	
Emissioner i perioden	203.715	125.571	572.600	337.416	
Indløsninger i perioden	-23.000	-13.856	-8.500	-5.040	
Emissionstillæg		293		717	
Indløsningsfradrag		33		11	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		74.615		235.241	
Overført til udlodning fra sidste år		276.006		-817	
Overført til udlodning næste år		-346.985		-276.006	
Overført fra resultatopgørelsen		44.936		66.962	
Medlemmernes formue (ultimo)	849.812	569.842	669.097	409.229	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	9,64	26,55	7,30	-14,09	22,35
Benchmarkafkast i %	11,10	27,18	7,63	-12,57	24,11
Indre værdi pr. andel	67,06	61,16	48,33	45,97	53,51
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	48.572	25.380	3.779	-9.903	21.047
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	849.812	669.097	104.997	132.497	139.551
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	569.842	409.229	50.745	60.904	74.669
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	2.626	560	275	313	589
ÅOP	0,61	0,61	0,63	0,65	0,62
Omsætningshastighed	0,20	0,14	0,25	0,36	0,18
Skattekurs	66,75	61,11	48,36	45,75	53,76
Sharpe Ratio Benchmark	0,76				
Sharpe Ratio Afdeling	0,67				
Volatilitet Benchmark i %	12,52				
Volatilitet Afdeling i %	12,60				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		568.530	99,8	408.666	99,9
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		1.076	0,2	1.784	0,4
Andre aktiver / Anden gæld		236	0,0	-1.221	-0,3

■ INDEX Japan Small Cap

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029800
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i japanske small cap-aktier i selskaber, som indgår i MSCI Japan Small Cap-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,95 %, mens benchmark steg med 13,13 %. Afdelingens afkast var således positivt, men dårligere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er ikke inden for rammerne af det forventede, og dermed ikke tilfredsstillende. Porteføljen er meget lille, og da benchmark indeholder knap 900 aktier, er det i perioder sværere at følge udsvingene i markedet. For at undgå øgede handelsomkostninger accepteres til en vis grænse denne højere risiko. Tre års tracking error er dog fortsat tilfredsstillende lav, men den må forventes at stige.

Japanske aktier kunne ikke følge helt med de amerikanske aktier, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt. Den japanske valuta havde, i modsætning til de foregående år, en betydelig mere rolig udvikling målt over for danske kroner. Efter et roligt 1. halvår på aktiemarkedet blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det været et år med kun små forskelle. Vækst-aktier (growth) har givet lidt højere afkast end value-aktier. De små aktier har givet højere afkast end de store aktier.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod de 15 % mindste aktier i Japan målt på aktiernes markedsværdi dog undtaget den 1 % med lavest markedsværdi. Denne type aktier er markant mere risikofyldte end aktier med større markedsværdi, og afkastudsvingene kan være betydelige i forhold til MSCI Japan. Vi forventer, at den højere risiko materialiseres i et højere afkast over tid og et højere afkast/risiko forhold.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI Japan. Ønsker man en eksponering mod Japan, men ikke denne risiko, anbefales det at man i stedet investerer lige store andele i afdelingerne INDEX Japan Growth og INDEX Japan Value.

Forventninger

Vi forventer et positivt afkast i 2015 på niveau med resten af verden. Den lave korrelation til resten af verden forventes at fortsætte. Generelt har aktierisikoen i verden været lav, men for japanske aktier må man forvente en fortsat høj risiko. Vi vurderer, at afdelingen vil gøre det lidt bedre end MSCI Japan. Også på lang sigt er det vores vurdering, at afdelingen vil gøre det bedre end MSCI Japan, da small cap-aktier historisk har givet et højere afkast end large cap-aktier.

Afdelingen har en lille markedsværdi, og derfor matcher afdelingen ikke benchmark i så høj grad som ønsket. Vi forventer dog at kunne holde vores målsætning om at levere en afkastafvigelse til benchmark, som er inden for vores rammer. Men risikoen for større afvigelser er steget.

INDEX Japan Small Cap

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Udbytter	966	904
I alt renter og udbytter	966	904
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	1.958	6.346
Valutakonti	46	-61
Handelsomkostninger	11	0
I alt kursgevinster og -tab	1.993	6.285
I alt nettoindtægter	2.959	7.189
3 Administrationsomkostninger	218	249
Resultat før skat	2.741	6.940
4 Skat	149	64
Årets nettoresultat	2.592	6.876
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	12.793	-1.157
Overført fra sidste år	-20.825	78
I alt formuebevægelser	-8.032	-1.079
Til disposition	-5.440	5.797
Til rådighed for udlodning	-12.336	-20.825
Overført til næste år	-12.336	-20.825
Overført til formuen	6.896	26.622

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	77	51
Likvider	77	51
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.578	51.126
Kapitalandele	22.578	51.126
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	22	53
Andre aktiver	22	53
Aktiver	22.677	51.230
Passiver		
7 Medlemmernes formue	22.677	51.230
Passiver	22.677	51.230

INDEX Japan Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Udbytter			Udlodning overført fra sidste år	-20.825	78
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	966	904	Fremførte tab fra sidste år	0	-20.866
Udbytte	966	904	Renter og udbytter	966	904
2 Kursgevinster og -tab			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-149	-64
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.958	6.346	Kursgevinst til udlodning	-4.999	273
Kapitalandele	1.958	6.346	Udlodningsregulering af indkomst	12.672	-1.150
Valutakonti	46	-61	I alt Indkomst	-12.335	-20.825
Handelsomkostninger			Administrationsomkostninger til modregning	-218	-249
Bruttohandelsomkostninger	33	6	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	121	-7
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	22	6	I alt administrationsomkostninger	-97	-256
Handelsomkostninger	11	0	I alt til rådighed for udlodning brutto	-12.433	-21.081
I alt kursgevinster og -tab	1.993	6.285	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	97	256
3 Administrationsomkostninger			I alt til rådighed for udlodning netto	-12.336	-20.825
Fast administrationshonorar	218	249	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Administrationsomkostninger - fælles	218	249	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Administrationsomkostninger	218	249	Sektorfordeling		
4 Skat			Energi	0,84	0,64
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	149	64	Finans	24,71	18,87
Skat	149	64	Forbrugsgoder	17,41	20,01
			Forsyning	0,42	0,39
			Industri	25,02	26,69
			IT	10,49	9,67
			Konsumentvarer	7,83	8,26
			likvider m.m.	0,43	0,20
			Materialer	7,83	8,96
			Sundhedspleje	5,01	6,29
			Geografisk fordeling		
			Japan	99,57	99,80
			likvider m.m.	0,43	0,20

INDEX Japan Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	63.358	51.230	59.860	42.003	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-599	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		30	
Emissioner i perioden		0	6.464	5.191	
Indløsninger i perioden	-37.617	-31.240	-2.966	-2.295	
Emissionstillæg		0		16	
Indløsningsfradrag		95		8	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-12.793		1.157	
Overført til udlodning fra sidste år		20.825		-78	
Overført til udlodning næste år		-12.336		-20.825	
Overført fra resultatopgørelsen		6.896		26.622	
Medlemmernes formue (ultimo)	25.741	22.677	63.358	51.230	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	8,95	16,69	2,36	-0,32	30,98
Benchmarkafkast i %	13,13	20,87	2,81	-0,94	28,46
Indre værdi pr. andel	88,10	80,86	70,17	69,51	71,35
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	2.592	6.876	1.035	9	17.638
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	1,00	1,00	1,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	25.741	63.358	59.860	61.750	74.692
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	22.677	51.230	42.003	42.920	53.293
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	218	249	219	213	370
ÅOP	0,65	0,64	0,62	0,64	0,63
Omsætningshastighed	0,04	0,06	0,01	0,04	0,01
Skattekurs	87,58	80,79	70,50	69,20	72,20
Sharpe Ratio Benchmark	0,81				
Sharpe Ratio Afdeling	0,75				
Volatilitet Benchmark i %	13,66				
Volatilitet Afdeling i %	13,49				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		22.578	99,6	51.126	99,8
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		77	0,3	51	0,1
Andre aktiver / Anden gæld		22	0,1	53	0,1

■ INDEX Japan Value

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029819
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i japanske value-aktier i selskaber, som indgår i MSCI Japan Value-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,81 %, mens benchmark steg med 7,10 %. Afdelingens afkast var således positivt, men dårligere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Japanske aktier kunne ikke følge helt med de amerikanske aktier, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Den japanske valuta havde, i modsætning til de foregående år, en betydelig mere rolig udvikling målt over for danske kroner. Efter et roligt 1. halvår på aktiemarkedet blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret.olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det været et år med kun små forskelle. Vækst-aktier (growth) har givet lidt højere afkast end value-aktier. De små aktier har givet højere afkast end de store aktier.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod 50 % af MSCI Japan. Mere præcist de 50 % aktier som bedst kan karakteriseres som value-aktier ud fra MSCI's definitioner.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI Japan. Ønsker man ikke denne risiko, anbefales det, at man investerer samme andel i afdelingens pendant, INDEX Japan Growth, hvorved denne risiko neutraliseres.

Forventninger

Vi forventer et positivt afkast i 2015 på niveau med resten af verden. Den lave korrelation til resten af verden forventes at fortsætte. Generelt har aktierisikoen i verden været lav, men for japanske aktier må man forvente en fortsat høj risiko. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen vil gøre det bedre eller værre end MSCI Japan. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det bedre end MSCI Japan, da value historisk har gjort det bedre end growth.

Afdelingen har en størrelse og dermed en spredning, der på rimelig vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX Japan Value

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteudgifter	-1	0
Udbytter	4.080	3.785
I alt renter og udbytter	4.079	3.785
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	1.171	17.232
Valutakonti	65	-224
Handelsomkostninger	38	5
I alt kursgevinster og -tab	1.198	17.003
3 Administrationsomkostninger	692	833
Resultat før skat	4.585	19.955
4 Skat	618	269
Årets nettoresultat	3.967	19.686
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	33.963	-5.394
Overført fra sidste år	-66.896	196
I alt formuebevægelser	-32.933	-5.198
Til disposition	-28.966	14.488
Til rådighed for udlodning	-25.711	-66.896
Overført til næste år	-25.711	-66.896
Overført til formuen	-3.255	81.384

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	161	367
Likvider	161	367
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	79.643	161.788
Kapitalandele	79.643	161.788
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	121	138
Andre tilgodehavender	0	6
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5	0
Andre aktiver	126	144
Aktiver	79.930	162.299
Passiver		
7 Medlemmernes formue	79.925	162.282
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	17
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5	0
Anden gæld	5	17
Passiver	79.930	162.299

INDEX Japan Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Renteudgifter			Udlodning overført fra sidste år	-66.896	196
Renteudgifter optagne lån	-1	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-58.943
Renteudgifter	-1	0	Renter og udbytter	4.081	3.785
I alt renter (netto)	-1	0	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-618	-269
Udbytter			Kursgevinst til udlodning	4.095	-6.253
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.080	3.785	Udlodningsregulering af indkomst	33.628	-5.412
Udbytte	4.080	3.785	I alt Indkomst	-25.710	-66.896
2 Kursgevinster og -tab			Administrationsomkostninger til modregning	-692	-833
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.171	17.232	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	335	18
Kapitalandele	1.171	17.232	I alt administrationsomkostninger	-357	-815
Valutakonti	65	-224	I alt til rådighed for udlodning brutto	-26.068	-67.711
Handelsomkostninger			Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	357	815
Bruttohandelsomkostninger	74	21	I alt til rådighed for udlodning netto	-25.711	-66.896
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	36	16	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Handelsomkostninger	38	5	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
I alt kursgevinster og -tab	1.198	17.003	Sektorfordeling		
3 Administrationsomkostninger			Energi	2,63	2,78
Fast administrationshonorar	692	833	Finans	28,39	29,31
Administrationsomkostninger - fælles	692	833	Forbrugsgoder	22,08	15,53
Administrationsomkostninger	692	833	Forsyning	0,94	0,80
4 Skat			Industri	21,14	20,09
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	618	269	IT	3,46	6,22
Skat	618	269	Konsumentvarer	4,63	5,71
			likvider m.m.	0,35	0,30
			Materialer	5,98	7,35
			Sundhedspleje	5,26	6,90
			Telekommunikation	5,14	5,00
			Geografisk fordeling		
			Japan	99,65	99,70
			likvider m.m.	0,35	0,30

INDEX Japan Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	207.329	162.282	188.933	131.064	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-3.306	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-46	
Emissioner i perioden		0	34.444	27.277	
Indløsninger i perioden	-110.824	-86.475	-16.048	-12.456	
Emissionstillæg		0		38	
Indløsningsfradrag		151		25	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-33.963		5.394	
Overført til udlodning fra sidste år		66.896		-196	
Overført til udlodning næste år		-25.711		-66.896	
Overført fra resultatopgørelsen		-3.255		81.384	
Medlemmernes formue (ultimo)	96.505	79.925	207.329	162.282	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	5,81	15,42	5,10	-14,83	23,77
Benchmarkafkast i %	7,10	16,22	6,23	-10,86	23,24
Indre værdi pr. andel	82,82	78,27	69,37	67,14	79,84
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	3.967	19.686	6.994	-21.621	44.920
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	1,75	1,25	2,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	96.505	207.329	188.933	220.058	188.190
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	79.925	162.282	131.064	147.739	150.260
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	692	833	671	724	1.238
ÅOP	0,60	0,57	0,63	0,64	0,62
Omsætningshastighed	0,16	0,15	0,20	0,27	0,10
Skattekurs	82,30	78,21	69,42	66,84	80,85
Sharpe Ratio Benchmark	0,50				
Sharpe Ratio Afdeling	0,41				
Volatilitet Benchmark i %	13,93				
Volatilitet Afdeling i %	14,37				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		79.643	99,6	161.788	99,7
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		161	0,2	367	0,2
Andre aktiver / Anden gæld		121	0,2	144	0,1

■ INDEX OMX C20 Capped

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	31.08.2012
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6044255
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer udelukkende i danske aktier i selskaber, som indgår i indekset NASDAQ OMX C20 Cap. Dette indeks er også afdelingens benchmark. I dette indeks må ingen aktie udgøre mere end 20 %, hvilket adskiller indekset fra det traditionelle OMXC20.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 19,12 %, mens benchmark steg med 19,83 %. Afdelingens afkast var således positivt, men lavere end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Afdelingens høje afkast er betydeligt bedre end forventet. De danske regnskaber har generelt været gode, og det har investorerne belønnet. Danmark har givet det højeste afkast i Europa bl.a. som følge af landets mange store selskaber inden for medicinal. Afdelingens største aktie, Novo, steg f.eks. 33% og var en væsentlig årsag til det flotte afkast. Markedet var generelt præget af ro og tillid, men i slutningen af året ændrede det lidt karakter som følge af det markante prisfald på olien.

Stilmæssigt har markedet i Danmark indtil videre været drevet af størst afkast for de store aktier, hvilket er lidt uventet. Afdelingen er kun eksponeret mod de store aktier.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer i 20 af de største aktier i Danmark. Benchmark er konstrueret, så ingen aktie må udgøre over 20 %, hvilket sænker risikoen i forhold til det traditionelle OMXC20-indeks.

Det danske aktiemarked er kendetegnet ved få store likvide aktier og mange små illikvide aktier. På trods af den cappede tilgang påvirker det konstruktionen af denne afdeling, så få store aktier har en betydelig vægt i porteføljen. Det giver en øget selskabsspecifik risiko i forhold til vores øvrige passive afdelinger. Det valgte benchmark er dog det bedste til brug for en ren dansk passiv afdeling.

Samlet set er det danske aktiemarked lille, og man skal forvente en højere risiko for danske aktier end for MSCI World. Denne højere risiko bliver man kun i mindre grad kompenseret for, og man bør derfor diversificere risikoen væk ved også at investere i andre aktiemarkeder. Strategien er således mere risikofyldt, men denne højere risiko er man historisk blevet kompenseret for via et højere afkast.

Forventninger

For 2015 forventer vi et positivt afkast på niveau med eller under resten af verden. Afdelingen forventes at gøre det dårligere end de mindre danske aktier.

Afdelingen har efterhånden en god størrelse, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX OMX C20 Capped

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Udbytter	2.260	921
I alt renter og udbytter	2.260	921
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	18.865	15.137
Handelsomkostninger	34	0
I alt kursgevinster og -tab	18.831	15.137
I alt nettoindtægter	21.091	16.058
3 Administrationsomkostninger	748	293
Resultat før skat	20.343	15.765
4 Skat	44	18
Årets nettoresultat	20.299	15.747
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.826	591
Overført fra sidste år	9	0
I alt formuebevægelser	1.835	591
Til disposition	22.134	16.338
Til rådighed for udlodning	5.017	2.222
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	4.894	2.213
Overført til næste år	123	9
Overført til formuen	17.117	14.116

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	537	253
Likvider	537	253
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	206.610	79.335
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.849	2.832
Kapitalandele	212.459	82.167
Andre aktiver		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.232	2.243
Andre aktiver	3.232	2.243
Aktiver	216.228	84.663
Passiver		
7 Medlemmernes formue	212.660	82.720
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	12	6
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.556	1.937
Anden gæld	3.568	1.943
Passiver	216.228	84.663

INDEX OMX C20 Capped

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Udbytter			Udlodning overført fra sidste år	9	0
Noterede aktier fra danske selskaber	2.105	856	Renter og udbytter	2.260	922
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	155	65	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-44	-18
Udbytte	2.260	921	Kursgevinst til udlodning	1.714	1.020
2 Kursgevinster og -tab			Udlodningsregulering af indkomst	2.142	676
Noterede aktier fra danske selskaber	18.981	14.683	I alt Indkomst	6.081	2.600
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-116	454	Administrationsomkostninger til modregning	-748	-293
Kapitalandele	18.865	15.137	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-316	-85
Handelsomkostninger			I alt administrationsomkostninger	-1.064	-378
Bruttohandelsomkostninger	81	21	I alt til rådighed for udlodning brutto	5.017	2.222
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	47	21	I alt til rådighed for udlodning netto	5.017	2.222
Handelsomkostninger	34	0	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest SA., Luxembourg		
I alt kursgevinster og -tab	18.831	15.137	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
3 Administrationsomkostninger			Sektorfordeling		
Fast administrationshonorar	748	293	Finans	21,90	21,82
Administrationsomkostninger - fælles	748	293	Forbrugsgoder	6,51	3,02
Administrationsomkostninger	748	293	Industri	26,62	26,08
4 Skat			IT	2,35	2,58
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	44	18	Konsumentvarer	5,33	8,27
Skat	44	18	likvider m.m.	0,09	0,07
			Materialer	2,91	2,62
			Sundhedspleje	30,40	30,42
			Telekommunikation	3,89	5,11
			Geografisk fordeling		
			Danmark	97,16	96,50
			likvider m.m.	0,09	0,07
			Skandinavien	2,75	3,42

INDEX OMX C20 Capped

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	59.819	82.720	26.989	27.952	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-2.213		0	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-685		0	
Emissioner i perioden	78.181	121.415	37.830	45.185	
Indløsninger i perioden	-5.730	-9.049	-5.000	-6.236	
Emissionstillæg		161		62	
Indløsningsfradrag		12		10	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-1.826		-591	
Overført til udlodning fra sidste år		-9		0	
Overført til udlodning næste år		123		9	
Foreslået udlodning		4.894		2.213	
Overført fra resultatopgørelsen		17.117		14.116	
Medlemmernes formue (ultimo)	132.270	212.660	59.819	82.720	
Nøgletal 1	2014	2013	2012		
Årets afkast i %	19,12	33,52	3,57		
Benchmarkafkast i %	19,83	34,42	24,46		
Indre værdi pr. andel	160,78	138,28	103,57		
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	20.299	15.747	692		
Årets udlodning pr. andel i kr.	3,70	3,70	0,00		
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	132.270	59.819	26.989		
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	212.660	82.720	27.952		
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51			
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	748	293	44		
ÅOP	0,58	0,57	0,50		
Omsætningshastighed	-0,01	0,03	0,00		
Skattekurs	161,00	138,38	104,20		
Sharpe Ratio Benchmark	1,96				
Volatilitet Benchmark i %	11,66				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		212.459	99,9	82.167	99,3
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		537	0,3	253	0,3
Andre aktiver / Anden gæld		-336	-0,2	300	0,4

■ INDEX Stabile Obligationer

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.12.2006
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6005748
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen styres ud fra en indeksstrategi med mulighed for afvigelser fra markedsindekset for at optimere afkastet. Dette indebærer, at porteføljen sammensættes, så risikoprofilen afspejler det pågældende markedsindeks under hensyntagen til foruddefinerede tracking error-niveauer, som fastsættes af Sparinvests investeringskomité, og således at den korrigerede varighed ikke overstiger tre år. Markedsindekset består af 20 % statsobligationer (EFFAS 1-5), 30 % konverterbare realkreditobligationer (Nykredit Lange Plus) og 50 % inkonverterbare realkreditobligationer (Nordea CM3 Non-call).

Udvikling i 2014

Afdelingen har siden lanceringen i starten af året givet et afkast på 2,45 %, mens benchmark steg med 2,75 %. Det absolutte afkast er tilfredsstillende i lyset af det lave renteniveau og afkastforventningerne ved årets start, om end det relative afkast er lavere end benchmark og derfor utilfredsstillende. Årets afkast skal ses i lyset af, at 2014 var et godt år for danske obligationer, eftersom den 10-årige danske statsobligationsrente faldt med hele 1,4% over året og sikrede fine absolutte afkast for det danske obligationsmarked som helhed. For danske realkreditobligationer som aktivklasse bød 2014 overordnet set også på pæn performance

På trods af den generelle udvikling var der stor forskel på de forskellige realkreditsegmenters performance. 1. halvår af 2014 var klart bedre end 2. halvår. De konverterbare realkreditobligationer kunne godt klare rentefaldet i 1. halvår uden de store konverteringer, men i 2. halvår begyndte den opbyggede konverteringstrussel at materialisere sig i forbindelse med, at 2,5 %2047-serierne kom op i et attraktivt udstedelsesniveau. Januar 2015-terminen (med opsigelsesfrist ultimo oktober) viste sig at blive den næststørste konverteringstermin nogensinde målt i procent af udestående mængde konverterbare realkreditobligationer. Dette gav anledning til en del underperformance, både direkte i form af kurstab i forbindelse med indfrielse og indirekte i form af spændvidelser i den efterfølgende handel. Afdelingen har en mindre eksponering mod konverteringstruede papirer, som begrænsede det absolutte afkast i 2. halvår. Afdelingen ligger relativt tæt på markedsindekset, og derfor havde konverteringerne stort set ingen betydning for det relative afkast i forhold til benchmark. Afdelingen har genplaceret størstedelen af pengene fra kupon/førtidsindfrielse i rentetilpasningsobligationer og mindre konverteringstruede papirer, og afdelingen gik således ind i 2015 med en svag undervægt af konverteringstruede papirer relativt til benchmark. Efterårets rentetilpasningsauktioner gik svagere end markedets forventning primært pga. bankernes implementering af nye likviditets- og kapitaldækningsregler. Dette forplantede sig til resten af markedet og bidrog yderligere til en generel underperformance af realkreditobligationer, og det slog også negativt igennem i afdelingen. Året sluttede således mindre positivt end det startede, om end det samlet set var et rigtig fint år for danske obligationer.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på sådanne obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Afdelingen har i løbet af året haft eksponering mod finske statsobligationer, men disse er blevet frasolgt i 2. halvår efter en periode med rigtig fin performance i europæiske statsobligationer generelt, og afdelingen udnytter således ikke muligheden for at investere i udenlandske obligationer ved indgangen til 2015.

Forventninger

De globale rentemarkeder vil i høj grad være drevet af: 1) olieprisen og dens dobbelte påvirkning på vækst og inflation, 2) den amerikanske centralbanks forventede renteforhøjelse og effekterne på de meget udbredte lavrentestrategier og 3) ECB's forventede likviditetsindsprøjtning via yderligere obligationsopkøb. Det danske realkreditmarked har også sine helt egne temaer for 2015: 1) potentielt massive konverteringer som følge af de lave refinansieringsrenter, 2) realkreditinstitutternes succes med endelig at flytte låntagerne fra finansiering med korte løbetider til længere løbetider og 3) nye likviditets- og kapitaldækningsregler, som påvirker bankernes investeringsadfærd. Selvom vi forventer, at Nationalbanken holder de korte danske renter i skak, så kan de globale centralbankers adfærd øge udsvingene i de lange renter.

Dette kan potentielt lægge pres på performance fra de tre afkastkomponenter, som ved årets begyndelse også ligger på relativt dyre niveauer. Derfor forventet vi ikke, at 2015 overordnet set kommer til at byde på samme høje afkast på danske stats- og realkreditobligationer som 2014, og for afdelingen forventer vi derfor kun et afkast i underkanten af 1 %.

INDEX Stabile Obligationer

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	11.075	42.430
I alt renter og udbytter	11.075	42.430
2 Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-3.238	-81.432
Valutakonti	-11	-25
Handelsomkostninger	0	52
I alt kursgevinster og -tab	-3.249	-81.509
I alt nettoindtægter	7.826	-39.079
3 Administrationsomkostninger	1.034	1.007
Resultat før skat	6.792	-40.086
Årets nettoresultat	6.792	-40.086
4 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.277	0
I alt formuebevægelser	1.277	0
Til rådighed for udlodning	9.002	0
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	8.731	0
Overført til næste år	271	0

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	6.152	343
Likvider	6.152	343
5 Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	510.028	9.889
Obligationer	510.028	9.889
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	6.290	120
Andre tilgodehavender	11	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7.715	0
Andre aktiver	14.016	120
Aktiver	530.196	10.352
Passiver		
6 Medlemmernes formue	520.032	10.299
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	3	53
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	10.161	0
Anden gæld	10.164	53
Passiver	530.196	10.352

INDEX Stabile Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			4 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	12	0	Renter og udbytter	12.116	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	10.980	40.089	Kursgevinst til udlodning	-3.067	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	83	2.341	Udlodningsregulering af indkomst	1.334	0
Renteindtægter	11.075	42.430	I alt Indkomst	10.383	0
I alt renter (netto)	11.075	42.430	Administrationsomkostninger til modregning	-1.324	0
2 Kursgevinster og -tab			Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-57	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	-3.505	-74.907	I alt administrationsomkostninger	-1.381	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	267	-6.525	I alt til rådighed for udlodning brutto	9.002	0
Obligationer	-3.238	-81.432	I alt til rådighed for udlodning netto	9.002	0
Valutakonti	-11	-25	5 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Handelsomkostninger			Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	0	52	Segmentfordeling		
Handelsomkostninger	0	52	Inkonv. obl.	67,29	64,78
I alt kursgevinster og -tab	-3.249	-81.509	Konv. obl.	15,29	29,72
3 Administrationsomkostninger			likvider m.m.	1,92	3,98
Fast administrationshonorar	1.034	1.007	stater	15,50	1,52
Administrationsomkostninger - fælles	1.034	1.007	Geografisk fordeling		
Administrationsomkostninger	1.034	1.007	Danmark	98,08	96,02
			likvider m.m.	1,92	3,98

INDEX Stabile Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
6 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	7.380	10.299	1.393.164	1.946.265	
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)	27.062	38.317		0	
Emissioner i perioden	332.830	469.456	535.981	746.254	
Indløsninger i perioden	-3.500	-5.000	-1.921.765	-2.642.134	
Emissionstillæg		163		0	
Indløsningsfradrag		5		0	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-1.277		0	
Overført til udlodning næste år		271		0	
Foreslået udlodning		8.731		0	
Overført fra resultatopgørelsen		-933		-40.086	
Medlemmernes formue (ultimo)	363.772	520.032	7.380	10.299	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	2,45	-0,12	5,21	9,46	4,47
Benchmarkafkast i %	2,75	-0,92	5,46	9,03	5,94
Indre værdi pr. andel	142,96	139,55	139,70	132,78	121,30
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	6.792	-40.086	100.920	182.893	89.691
Årets udlodning pr. andel i kr.	2,40	0,00	0,00	0,00	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	363.772	7.380	1.393.164	1.641.128	1.964.447
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	520.032	10.299	1.946.265	2.179.066	2.382.855
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,07	0,07	0,07	0,07
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.034	1.007	1.384	1.510	1.597
ÅOP	0,29	0,07	0,07	0,07	0,07
Omsætningshastighed	1,43	0,15	0,35	0,90	1,10
Sharpe Ratio Benchmark	1,09				
Sharpe Ratio Afdeling	1,09				
Volatilitet Benchmark i %	3,51				
Volatilitet Afdeling i %	3,37				
	2014		2013		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	510.028	98,1	9.889	96,0	
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0	
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0,0	0	0,0	
Øvrige finansielle instrumenter	6.152	1,2	343	3,3	
Andre aktiver / Anden gæld	3.852	0,7	67	0,7	

■ INDEX USA Growth

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029827
Risikoklasse:	5

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i nordamerikanske vækstaktier i selskaber, som indgår i MSCI USA Growth-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 30,05 %, mens benchmark steg med 29,52 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark, med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Amerikanske aktier kunne notere nogle af de største stigninger, større end forventet, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Efter et roligt 1. halvår blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det ikke været et år med de store forskelle. Value-aktier har dog givet lidt lavere afkast end vækst-aktier (growth). Og de små aktier har givet lidt lavere afkast end de store aktier. Ingen af delene var ventet.

Afdelingens flotte afkast både i år og de foregående år, har medvirket til at afdelingen er blevet kåret til årets bedste af Dansk Aktieanalyse blandt samtlige afdelinger i Danmark.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod 50 % af MSCI USA. Mere præcist de 50 % aktier som bedst kan karakteriseres som vækst-aktier ud fra MSCI's definitioner.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI USA. Ønsker man ikke denne risiko, anbefales det at man investerer samme andel i afdelingens pendant, INDEX USA Value, hvorved denne risiko neutraliseres.

Forventninger

Vi forventer et markant lavere, men positivt afkast i 2015. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI USA. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det lidt dårligere end MSCI USA, da growth historisk har gjort det dårligere end value.

Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX USA Growth

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	2	0
Renteudgifter	-8	0
Udbytter	8.740	10.706
I alt renter og udbytter	8.734	10.706
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	169.258	169.541
Valutakonti	488	492
Handelsomkostninger	134	18
I alt kursgevinster og -tab	169.612	170.015
3 Administrationsomkostninger	3.486	3.906
Resultat før skat	174.860	176.815
4 Skat	1.230	1.490
Årets nettoresultat	173.630	175.325
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	19.827	14.952
Overført fra sidste år	-114.643	5.734
I alt formuebevægelser	-94.816	20.686
Til disposition	78.814	196.011
Til rådighed for udlodning	39.174	-114.643
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	39.055	0
Overført til næste år	119	-114.643
Overført til formuen	39.640	310.654

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.159	376
Likvider	1.159	376
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	656.413	742.557
Kapitalandele	656.413	742.557
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	529	733
Andre tilgodehavender	0	52
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5.369	16.800
Aktuelle skatteaktiver	4	0
Andre aktiver	5.902	17.585
Aktiver	663.474	760.518
Passiver		
7 Medlemmernes formue	658.618	743.814
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	19	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.837	16.704
Anden gæld	4.856	16.704
Passiver	663.474	760.518

INDEX USA Growth

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	2	-1	Udlodning overført fra sidste år	-114.643	5.734
Øvrige indtægter	0	1	Fremførte tab fra sidste år	0	-198.537
Renteindtægter	2	0	Renter og udbytter	8.738	10.710
Renteudgifter			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-1.230	-1.490
Renteudgifter optagne lån	-8	0	Kursgevinst til udlodning	129.968	54.469
Renteudgifter	-8	0	Udlodningsregulering af indkomst	19.106	14.471
I alt renter (netto)	-6	0	I alt Indkomst	41.939	-114.643
Udbytter			Administrationsomkostninger til modregning	-3.486	-3.906
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.740	10.706	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	721	481
Udbytte	8.740	10.706	I alt administrationsomkostninger	-2.765	-3.425
2 Kursgevinster og -tab			I alt til rådighed for udlodning brutto	39.174	-118.068
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	169.258	169.541	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	0	3.425
Kapitalandele	169.258	169.541	I alt til rådighed for udlodning netto	39.174	-114.643
Valutakonti	488	492	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Handelsomkostninger			Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	187	65	Sektorfordeling		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	53	47	Energi	5,66	6,33
Handelsomkostninger	134	18	Finans	7,23	8,47
I alt kursgevinster og -tab	169.612	170.015	Forbrugsgoder	20,61	21,86
3 Administrationsomkostninger			Industri	13,98	12,64
Fast administrationshonorar	3.486	3.905	IT	27,67	25,98
Administrationsomkostninger - fælles	3.486	3.905	Konsumentvarer	5,93	8,42
Gebyrer til depotselskab	0	1	likvider m.m.	0,33	0,17
Administrationsomkostninger - direkte	0	1	Materialer	2,44	2,18
Administrationsomkostninger	3.486	3.906	Sundhedspleje	15,78	13,67
4 Skat			Telekommunikation	0,37	0,28
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	1.230	1.490	Geografisk fordeling		
Skat	1.230	1.490	Fjernøsten ex. Japan	0,93	0,51
			likvider m.m.	0,33	0,17
			Nordamerika	95,72	96,93
			Nordeuropa	0,37	0,27
			Storbritannien	2,64	2,12

INDEX USA Growth

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	744.919	743.814	826.689	650.717	
Emissioner i perioden	46.650	55.155	140.230	123.923	
Indløsninger i perioden	-284.363	-314.521	-222.000	-206.531	
Emissionstillæg		80		133	
Indløsningsfradrag		460		247	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-19.827		-14.952	
Overført til udlodning fra sidste år		114.643		-5.734	
Overført til udlodning næste år		119		-114.643	
Foreslået udlodning		39.055		0	
Overført fra resultatopgørelsen		39.640		310.654	
Medlemmernes formue (ultimo)	507.206	658.618	744.919	743.814	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	30,05	26,85	14,55	4,07	22,83
Benchmarkafkast i %	29,52	26,55	15,37	5,10	24,35
Indre værdi pr. andel	129,85	99,85	78,71	69,61	66,89
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	173.630	175.325	51.217	12.577	54.725
Årets udlodning pr. andel i kr.	7,70	0,00	0,00	1,00	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	507.206	744.919	826.689	521.799	445.767
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	658.618	743.814	650.717	363.222	298.165
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	3.486	3.906	2.476	1.700	1.351
ÅOP	0,58	0,55	0,58	0,58	0,57
Omsætningshastighed	0,10	0,07	0,15	0,11	0,11
Skattekurs	130,90	99,60	77,55	70,25	67,92
Sharpe Ratio Benchmark	1,73				
Sharpe Ratio Afdeling	1,65				
Volatilitet Benchmark i %	10,14				
Volatilitet Afdeling i %	10,36				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		656.413	99,7	742.557	99,8
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		1.159	0,2	376	0,1
Andre aktiver / Anden gæld		1.046	0,2	881	0,1

■ INDEX USA Small Cap

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029835
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i nordamerikanske small cap-aktier i selskaber, som indgår i MSCI USA Small Cap-indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 22,07 %, mens benchmark steg med 21,70 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark, med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Samtlige INDEX-afdelinger havde positive afkast i 2014. Amerikanske aktier kunne notere nogle af de største stigninger, større end forventet, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Efter et roligt 1. halvår, blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. Olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det ikke været et år med de store forskelle. Value-aktier har dog givet lidt lavere afkast end vækst-aktier (growth). Og de små aktier har givet lidt lavere afkast end de store aktier. Ingen af delene var som ventet.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod de 15 % mindste aktier i USA målt på aktiernes markedsværdi, dog undtaget den 1 % med lavest markedsværdi. Denne type aktier er markant mere risikofyldte end aktier med større markedsværdi, og afkastudsvingene kan være betydelige i forhold til MSCI USA. Vi forventer, at den højere risiko materialiseres i et højere afkast over tid og også et højere afkast/risiko forhold.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI USA. Ønsker man en eksponering mod USA, men ikke denne risiko, anbefales det at man i stedet investerer lige store andele i afdelingerne INDEX USA Growth og INDEX USA Value.

Forventninger

Vi forventer et markant lavere, men positivt afkast i 2015. På lang sigt er det vores vurdering, at afdelingen vil gøre det bedre end MSCI USA, da small cap-aktier historisk har givet et højere afkast end large cap-aktier.

Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark, på trods af at afdelingens benchmark består af omkring 2.000 aktier.

INDEX USA Small Cap

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	1	0
Udbytter	2.197	1.448
I alt renter og udbytter	2.198	1.448
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	28.573	29.495
Valutakonti	7	117
Handelsomkostninger	50	7
I alt kursgevinster og -tab	28.530	29.605
I alt nettoindtægter	30.728	31.053
3 Administrationsomkostninger	738	625
Resultat før skat	29.990	30.428
4 Skat	465	259
Årets nettoresultat	29.525	30.169
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	-575	-4.886
Overført fra sidste år	-3.388	0
I alt formuebevægelser	-3.963	-4.886
Til disposition	25.562	25.283
Til rådighed for udlodning	16.222	-3.388
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	16.173	0
Overført til næste år	49	-3.388
Overført til formuen	9.340	28.671

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	451	1.024
Likvider	451	1.024
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	164.162	171.163
Kapitalandele	164.162	171.163
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	214	178
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	869	2.003
Aktuelle skatteaktiver	0	1
Andre aktiver	1.083	2.182
Aktiver	165.696	174.369
Passiver		
7 Medlemmernes formue	164.825	172.636
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	4	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	867	1.729
Anden gæld	871	1.733
Passiver	165.696	174.369

INDEX USA Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Øvrige indtægter	1	0	Udlodning overført fra sidste år	-3.388	0
Renteindtægter	1	0	Fremførte tab fra sidste år	0	-4.966
I alt renter (netto)	1	0	Renter og udbytter	2.197	1.447
Udbytter			Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-465	-261
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.197	1.448	Kursgevinst til udlodning	19.191	5.085
Udbytte	2.197	1.448	Udlodningsregulering af indkomst	-597	-4.694
2 Kursgevinster og -tab			I alt Indkomst	16.938	-3.389
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	28.573	29.495	Administrationsomkostninger til modregning	-738	-625
Kapitalandele	28.573	29.495	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	22	-192
Valutakonti	7	117	I alt administrationsomkostninger	-716	-817
Handelsomkostninger			I alt til rådighed for udlodning brutto	16.222	-4.205
Bruttohandelsomkostninger	71	41	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratrækkes	0	817
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	21	34	I alt til rådighed for udlodning netto	16.222	-3.388
Handelsomkostninger	50	7	6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
I alt kursgevinster og -tab	28.530	29.605	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
3 Administrationsomkostninger			Sektorfordeling		
Fast administrationshonorar	738	625	Energi	3,06	4,85
Administrationsomkostninger - fælles	738	625	Finans	21,93	20,79
Administrationsomkostninger	738	625	Forbrugsgoder	17,25	17,80
4 Skat			Forsyning	3,34	2,67
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	465	259	Industri	15,76	15,72
Skat	465	259	IT	15,65	15,05
			Konsumentvarer	3,08	2,87
			likvider m.m.	0,40	0,83
			Materialer	7,28	6,95
			Sundhedspleje	12,25	12,04
			Telekommunikation	0,00	0,43
			Geografisk fordeling		
			likvider m.m.	0,40	0,83
			Nordamerika	98,06	97,03
			Nordeuropa	0,00	0,72
			Storbritannien	0,75	0,86
			Sydamerika	0,78	0,56

INDEX USA Small Cap

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	143.595	172.636	65.437	61.534	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-2.290	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		-797	
Emissioner i perioden	15.500	19.826	81.158	87.112	
Indløsninger i perioden	-46.780	-57.289	-3.000	-3.265	
Emissionstillæg		34		166	
Indløsningsfradrag		93		7	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		575		4.886	
Overført til udlodning fra sidste år		3.388		0	
Overført til udlodning næste år		49		-3.388	
Foreslået udlodning		16.173		0	
Overført fra resultatopgørelsen		9.340		28.671	
Medlemmernes formue (ultimo)	112.315	164.825	143.595	172.636	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	22,07	32,17	13,86	-4,46	36,87
Benchmarkafkast i %	21,70	31,68	16,16	-0,47	36,54
Indre værdi pr. andel	146,75	120,22	94,04	82,59	86,44
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	29.525	30.169	5.479	-1.095	7.949
Årets udlodning pr. andel i kr.	14,40	0,00	3,50	0,00	0,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	112.315	143.595	65.437	39.377	41.240
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	164.825	172.636	61.534	32.520	35.649
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	738	625	251	144	144
ÅOP	0,60	0,59	0,68	0,68	0,67
Omsætningshastighed	0,18	0,11	0,18	0,14	0,09
Skattekurs	147,60	119,90	91,96	83,40	88,17
Sharpe Ratio Benchmark	1,37				
Sharpe Ratio Afdeling	1,26				
Volatilitet Benchmark i %	13,13				
Volatilitet Afdeling i %	13,45				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		164.162	99,6	171.163	99,1
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		451	0,3	1.024	0,6
Andre aktiver / Anden gæld		212	0,1	449	0,3

■ INDEX USA Value

Beretning for regnskabsåret 2014

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029843
Risikoklasse:	5

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i nordamerikanske value aktier i selskaber, som indgår i MSCI USA Value indekset. Dette indeks er også afdelingens benchmark.

Udvikling i 2014

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 27,13 %, mens benchmark steg med 26,57 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Strategien er passiv, og målsætningen er derfor at følge benchmark, med så lave omkostninger som muligt. Afkastafvigelsen til benchmark er inden for rammerne af det forventede.

Samtlige INDEX-afdelinger havde positive afkast i 2014. Amerikanske aktier kunne notere nogle af de største stigninger, større end forventet, hvor udviklingen i den amerikanske dollar bidrog betydeligt til afkastet. Efter et roligt 1. halvår blev markedet anderledes turbulent i løbet af efteråret. Olieprisen har været med til at påvirke aktiemarkedet i betydelig grad.

Stilmæssigt har det ikke været et år med de store forskelle. Value-aktier har dog givet lidt lavere afkast end vækst-aktier (growth). Og de små aktier har givet lidt lavere afkast end de store aktier. Ingen af delen var som ventet.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen eksponerer sig mod 50 % af MSCI USA. Mere præcist de 50 % aktier, som bedst kan karakteriseres som value aktier ud fra MSCI's definitioner.

Der vil være perioder, hvor denne type aktier gør det markant dårligere eller bedre end MSCI USA. Ønsker man ikke denne risiko anbefales det, at man investerer samme andel i afdelingens pendant, INDEX USA Growth, hvorved denne risiko neutraliseres.

Forventninger

Vi forventer et markant lavere, men positivt afkast i 2015. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI USA. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det lidt bedre end MSCI USA, da value historisk har gjort det bedre end growth.

Afdelingen har en god størrelse og dermed en spredning, der på tilfredsstillende vis matcher benchmark. Vi forventer derfor at kunne holde vores målsætning om at levere et afkast tæt på benchmark.

INDEX USA Value

Resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Resultatopgørelse

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytte		
Renteindtægter	2	-2
Renteudgifter	-3	0
Udbytter	12.003	11.083
I alt renter og udbytter	12.002	11.081
2 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	94.308	71.469
Valutakonti	217	424
Handelsomkostninger	87	31
I alt kursgevinster og -tab	94.438	71.862
3 Administrationsomkostninger	2.158	2.007
Resultat før skat	104.282	80.936
4 Skat	1.796	1.672
Årets nettoresultat	102.486	79.264
5 Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	2.227	-2.597
Overført fra sidste år	-31.380	605
I alt formuebevægelser	-29.153	-1.992
Til disposition	73.333	77.272
Til rådighed for udlodning	10.858	-31.380
Udlodning vedr. cirkulerende beviser	10.560	0
Overført til næste år	298	-31.380
Overført til formuen	62.475	108.652

Balance

Note	2014 i 1.000 kr.	2013 i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.111	1.103
Likvider	1.111	1.103
6 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	498.503	382.223
Kapitalandele	498.503	382.223
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	792	646
Andre tilgodehavender	0	33
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.815	13.392
Aktuelle skatteaktiver	2	0
Andre aktiver	2.609	14.071
Aktiver	502.223	397.397
Passiver		
7 Medlemmernes formue	500.256	383.169
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	19	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.948	14.228
Anden gæld	1.967	14.228
Passiver	502.223	397.397

INDEX USA Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

Noter

Note	2014	2013	Note	2014	2013
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
1 Renteindtægter			5 Til rådighed for udlodning		
Indestående i depotselskab	2	-2	Udlodning overført fra sidste år	-31.380	605
Renteindtægter	2	-2	Fremførte tab fra sidste år	0	-59.205
Renteudgifter			Renter og udbytter	12.003	11.084
Renteudgifter optagne lån	-3	0	Ikke-refunderbar udbytte- eller renteskat	-1.796	-1.672
Renteudgifter	-3	0	Kursgevinst til udlodning	31.962	20.578
I alt renter (netto)	-1	-2	Udlodningsregulering af indkomst	2.241	-2.770
Udbytter			I alt Indkomst	13.030	-31.380
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.003	11.083	Administrationsomkostninger til modregning	-2.158	-2.007
Udbytte	12.003	11.083	Udlodningsregulering - administrationsomkostninger	-14	173
2 Kursgevinster og -tab			I alt administrationsomkostninger	-2.172	-1.834
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	94.308	71.469	I alt til rådighed for udlodning brutto	10.858	-33.214
Kapitalandele	94.308	71.469	Administrationsomkostninger, som ikke kan fratækkes	0	1.834
Valutakonti	217	424	I alt til rådighed for udlodning netto	10.858	-31.380
Handelsomkostninger			6 Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 31.12.2014 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg		
Bruttohandelsomkostninger	121	59	Fordelinger (i pct.)	2014	2013
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	34	28	Sektorfordeling		
Handelsomkostninger	87	31	Energi	11,78	14,98
I alt kursgevinster og -tab	94.438	71.862	Finans	24,05	22,29
3 Administrationsomkostninger			Forbrugsgoder	5,49	4,76
Fast administrationshonorar	2.158	2.007	Forsyning	3,45	3,07
Administrationsomkostninger - fælles	2.158	2.007	Industri	9,26	11,57
Administrationsomkostninger	2.158	2.007	IT	15,59	15,78
4 Skat			Konsumentvarer	11,11	8,23
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	1.796	1.672	likvider m.m.	0,35	0,25
Skat	1.796	1.672	Materialer	3,39	3,94
			Sundhedspleje	11,39	11,04
			Telekommunikation	4,14	4,10
			Geografisk fordeling		
			likvider m.m.	0,35	0,25
			Nordamerika	97,02	97,77
			Nordeuropa	1,50	1,38
			Storbritannien	1,13	0,60

INDEX USA Value

Noter til resultatopgørelse og balance for regnskabsåret 2014

	Cirkulerende beviser	2014 i 1.000 kr.	Cirkulerende beviser	2013 i 1.000 kr.	
7 Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	514.124	383.169	506.414	306.950	
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		-6.330	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		127	
Emissioner i perioden	130.080	112.694	159.738	111.644	
Indløsninger i perioden	-116.225	-98.479	-152.028	-108.738	
Emissionstillæg		206		120	
Indløsningsfradrag		180		132	
Regulering af udlodning ved emis/indl i året		-2.227		2.597	
Overført til udlodning fra sidste år		31.380		-605	
Overført til udlodning næste år		298		-31.380	
Foreslået udlodning		10.560		0	
Overført fra resultatopgørelsen		62.475		108.652	
Medlemmernes formue (ultimo)	527.979	500.256	514.124	383.169	
Nøgletal 1	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i %	27,13	25,24	12,29	1,68	21,48
Benchmarkafkast i %	26,57	25,53	12,64	3,73	21,52
Indre værdi pr. andel	94,75	74,53	60,61	54,91	55,01
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	102.486	79.264	35.564	4.042	59.188
Årets udlodning pr. andel i kr.	2,00	0,00	1,25	1,00	1,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	527.979	514.124	506.414	544.514	545.554
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	500.256	383.169	306.950	299.003	300.096
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	2.158	2.007	1.584	1.454	1.585
ÅOP	0,59	0,56	0,58	0,57	0,58
Omsætningshastighed	0,13	0,12	0,14	0,09	0,12
Skattekurs	95,41	74,50	60,00	55,35	55,81
Sharpe Ratio Benchmark	1,67				
Sharpe Ratio Afdeling	1,60				
Volatilitet Benchmark i %	9,38				
Volatilitet Afdeling i %	9,57				
		2014		2013	
Aktivfordeling		i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter		498.503	99,6	382.223	99,8
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked		0	0,0	0	0,0
Øvrige finansielle instrumenter		1.111	0,2	1.103	0,3
Andre aktiver / Anden gæld		642	0,1	-157	0,0

Fællesnoter

Væsentlige aftaler

Aftale om depotbankfunktion

Foreningen har indgået aftale med Nykredit Bank A/S om, at denne som depotbank opbevarer værdipapirer og likvide midler for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtigelser.

Aftaler om markedsføring og formidling

Foreningen har indgået aftale med en kreds af pengeinstitutter i Danmark om, at pengeinstitutterne til enhver tid med udgangspunkt i kundernes behov formidler salg af investeringsbeviser i foreningens afdelinger samt opbevarer investeringsbeviserne, når ejerne ønsker det. Pengeinstitutterne fastlægger selv deres markedsføringstiltag med henblik på at fremme salg af foreningens investeringsbeviser.

Aftale med VP Investor Services A/S

Foreningen har indgået aftale med VP Investor Services A/S (VP) om, at VP fører foreningens ejerbog, hvori navnenotering af afdelingernes investeringsbeviser foretages. Aftalen indebærer foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at VP forestår foreningens generalforsamlinger og de hertil knyttede aktiviteter.

Aftale om administration

Foreningen har indgået aftale med Sparinvest S.A. om, at selskabet via sin danske filial, ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg varetager den daglige ledelse af foreningen, herunder investeringsforvaltning, administration og markedsføring, i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., foreningens vedtægter og øvrige anvisninger fra foreningens bestyrelse. Foreningen ejer 9,6 % af Sparinvest Holdings SE, som er moderselskab for Sparinvest S.A., Luxembourg og selskabets danske filial, ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg. Foreningen har truffet beslutning om at nedbringe sin ejerandel af Sparinvest Holdings SE til 0 % i løbet af de kommende år.

Fusionsnote

Fusionen mellem Value Japan og Value Aktier

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Sparinvest og dermed afdelingerne Value Japan og Value Aktier har den 21. februar 2014 udarbejdet en fusionsplan og –redegørelse med henblik på fusionen af afdelingerne Value Japan og Value Aktier, hvor afdelingen Value Aktier udgør den fortsættende afdeling.

Fusionen blev endeligt gennemført med virkning fra den 12. juni 2014.

Baggrund for fusionen

Baggrunden for fusionen var en manglende interesse for Value Japan hos investorerne. Det har bl.a. betydet, at afdelingens formue under forvaltning var lavere end forventet, hvilket gjorde det vanskeligt at investere med tilstrækkelig bredde. Bestyrelsen ønskede derfor at udvide investeringsrammerne ved at fusionere afdelingen med afdelingen Value Aktier, som har samme investeringsstrategi, men investerer i aktier i hele verden.

Vederlag til investorerne

Investorerne i afdelingen Value Japan modtog som vederlag et antal andele i afdelingen Value Aktier svarende til den forholdsmæssige indre værdi pr. foreningsandel af afdelingen Value Japan sammenholdt med den indre værdi pr. foreningsandel af afdelingen Value Aktier. Beregningen af vederlaget er sket på grundlag af den indre værdi af de fusionerende afdelinger opgjort på opgørelsesdagen, som var 6. juni 2014.

Ombytningsforhold

Investorer i afdelingen Value Japan har fået ombyttet investeringsbeviser til investeringsbeviser i afdelingen Value Aktier. Ombytningsforholdet er beregnet ved, at den indre værdi på den ophørende afdelings investeringsbeviser divideres med indre værdi på den fortsættende afdelings beviser på ombytningsdagen.

Eventuelle overskydende investeringsbeviser i den ophørende afdeling, der ikke kunne ombyttes til hele investeringsbeviser i den fortsættende afdeling, er blevet udbetalt kontant. Udbetalingen betragtes skattemæssigt som frivillig udlodning, dvs. som aktieindkomst.

Skatteforhold

Fusionen mellem afdelingerne Value Japan og Value Aktier er godkendt og gennemført som en skattepligtig fusion. For en skattepligtig fusion gælder det, at investeringsbeviser i den ophørende afdeling Value Japan skattemæssigt betragtes som solgt ved fusionen. For frie midler skal der derfor ske realisationsbeskatning af tab/gevinst i henhold til aktieavancebeskatningsloven. Salgssummen opgøres som værdien af de modtagne investeringsbeviser i den fortsættende afdeling, Value Aktier, samt det overskydende beløb som opstår ved ombytningen. Som anskaffelsesværdien for de modtagne investeringsbeviser benyttes børsværdien af de modtagne investeringsbeviser i den fortsættende afdeling Value Aktier.

For investorer med frie midler i Value Aktier vil der ikke være skattemæssige konsekvenser, da afdelingen er den fortsættende afdeling.

For pensionsmidler har fusionen ingen skattemæssige konsekvenser, da pengeinstituttet automatisk beregner pensionsafkastet.

Afdelingen Value Japan er fusioneret ind i afdeling Value Aktier med dens balance opgjort pr. 6. juni 2014.

	Value Japan
Renter og udbytter	522
Kursgevinster og -tab	-184
Administrationsomkostninger	330
Skat	45
Periodens nettoresultat	-37
Medlemmernes formue primo	42.030
Udbetalt udbytte for 2013	-
Emissioner i året	20
Indløsninger i året	-
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	-
Periodens nettoresultat	36
I alt medlemmernes formue på sammenlægningstidspunkt	42.014
Bytteforhold	0,2843

INDEX Stabile Obligationer

Medio januar 2014 blev afdelingen Obligationer Varighed 5 fra Specialforeningen Sparinvest (Placeringsforening) overflyttet til Investeringsforeningen Sparinvest.

Baggrunden for at overflytte afdelingen er en større proces, hvor målet er en forenkling af administrationen og de interne procedurer. Antallet af foreninger, der administreres af ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg, reduceres og konsolideres som et led i fremadrettet at kunne sikre konkurrencedygtige omkostningsprocenter. Efter overflytningen vil afdelingen fortsat investere i obligationer, men overgår til at blive passivt forvaltet som beskrevet nedenfor. Det er bestyrelsens vurdering, at den nye investeringsstrategi vil være attraktiv for en bredere kreds af investorer. Samtidigt vurderedes det, at det er i investorernes interesse, at afdelingen blev en afdeling i en UCITS. Ved overflytningen til Investeringsforeningen Sparinvest blev afdelingen således omfattet af reglerne for UCITS, og investe-ringspolitikken tilpasset, så reglerne for UCITS efterleves. Afdelingen blev ved overflytningen således til en ny afdeling under navnet INDEX Stabile Obligationer.

Afdelingens nye passive investeringsstrategi betyder, at målet fremover er at skabe samme afkast- og risikoprofil, som det valgte markedsindeks.

Fusion med afdelingen Pengemarked

Den 9. april 2014 godkendte finanstilsynet fusionen mellem Investeringsforeningen Sparinvest med Specialforeningen Sparinvest Pengemarked således, at Specialforeningen Sparinvest Pengemarked blev opløst uden likvidation ved overdragelse af sine aktiver og forpligtelser som helhed til Investeringsforeningen Sparinvest mod vederlag til investorerne i Specialforeningen Sparinvest Pengemarked i form af andele i afdelingen INDEX Stabile Obligationer i Investeringsforeningen Sparinvest, idet afdelingen, Pengemarked, i Specialforeningen Sparinvest Pengemarked fusioneres med afdelingen INDEX Stabile Obligationer i Investeringsforeningen Sparinvest. Sidstnævnte afdeling er den fortsættende afdeling.

I forbindelse med fusionen vil Specialforeningen Sparinvest Pengemarked blive en del af Investeringsforeningen Sparinvest, som er en dansk UCITS, hvorfor den fortsættende forening er omfattet af de regler, der gælder for danske UCITS.

Afdelingen Pengemarked i Specialforeningen Sparinvest Pengemarked vil i forbindelse med fusionen med INDEX Stabile Obligationer i Investeringsforeningen Sparinvest ændre investeringsstrategi, idet den fortsættende afdeling er passivt forvaltet med det formål at skabe samme afkast- og risikoprofil som det valgte markedsindeks.

De fusionerede afdelinger har i overvejende grad en sammenlignelig investeringspolitik med den forskel, at den fortsættende afdeling investerer i obligationer, som skal være i overensstemmelse med lov finansiel virksomhed § 162, stk. 1, nr. 1-3.

Fusionen gennemførtes som en skattepligtig fusion. En skattepligtig fusion medfører skattemæssigt, at den ophørende afdeling anses for at have solgt alle sine aktiver.

Skatteforhold

Fusionen har regnskabsmæssig virkning fra den 1. januar 2014.

Fællesnoter

Fusionen gennemføres som en skattepligtig fusion. En skattepligtig fusion medfører skattemæssigt, at den ophørende afdeling anses for at have solgt alle sine aktiver.

Det betyder, at investorerne i den ophørende afdeling anses for at have afstået deres andele med en afståelsessum svarende til værdien af de andele, som modtages i den fortsættende afdeling med tillæg af eventuelle overskydende beløb. Investorerne i den ophørende afdeling bliver således beskattet af den gevinst eller det tab, der kan opgøres i perioden fra den 1. januar 2014 og frem til ombytnings tidspunktet.

Fusionen vil ikke have nogen skattemæssige konsekvenser for den fortsættende afdeling eller dens investorer.

Afdelingen Pengemarked er fusioneret ind i afdeling INDEX Stabile Obligationer med dens balance opgjort pr. 9. maj 2014.

	Pengemarked
Renter og udbytter	1.041
Kursgevinster og -tab	-869
Administrationsomkostninger	291
Skat	-
Periodens nettoresultat	-119
Medlemmernes formue primo	323.572
Udbetalt udbytte for 2013	-
Emissioner i året	10.930
Indløsninger i året	-296.066
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	-
Periodens nettoresultat	-119
I alt medlemmernes formue på sammenlægningstidspunkt	38.317
Bytteforhold	0,9697

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Sparinvest er aflagt i henhold til de regler, der gælder ifølge lov om investeringsforeninger m.v. og eventuelle krav i vedtægter eller aftale. Anvendt regnskabspraksis uændret i forhold til sidste år.

Resultatopgørelsen

Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og renter af indestående i vores depotselskab. Alle renter er periodiserede. Udbytter omfatter udbytte af aktier opbevaret i vores depotselskab, der er indtjent i året. Endvidere indgår vederlag fra værdipapirudlån.

Kursgevinster og kurstab

I resultatopgørelsen medregnes såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og kurstab på aktiver og passiver. For værdipapirer opgøres de realiserede kursgevinster/-tab som forskellen mellem salgsværdien eksklusiv salgskostninger og enten markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien eksklusiv købsomkostninger ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster/-tab opgøres som forskellen mellem markedsværdien på balancedagen og enten markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien eksklusiv købsomkostninger ved erhvervelse i regnskabsåret. For udlånte aktier og obligationer opgøres kursgevinster og kurstab på samme vis.

Årets købs- og salgskostninger vises særskilt og fordeles på handelsomkostninger dækket af emissions og indløsningsindtægter og handelsomkostninger ved løbende drift. Handelsomkostninger dækket af emissions- og indløsningsindtægter fragår som emissionsomkostninger under formuen, hvorimod handelsomkostninger ved løbende drift indgår i resultatopgørelsen under kursgevinster og kurstab. Ændringen i markedsværdien af afledte finansielle instrumenter, som anvendes til sikring af værdien af aktiver, indgår i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Administrationsomkostninger

Afdelingens direkte omkostninger består af omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling.

Fællesomkostninger udgøres af et fast administrationshonorar, der betales til afdelingens investeringsforvaltnings-selskab.

Skat

Skat består af udbytteskat og renteskat, der er tilbageholdt i udlandet og som ikke kan refunderes.

Udlodning og formuebevægelser

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C. Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen. Til rådighed for udlodning opgøres på grundlag af de i regnskabsåret; indtjente renter og modtagne udbytter samt vederlag for udlån af værdipapirer.

- tilbagebetalte refunderbare udbytteskatter fra udlandet
- realiserede nettokursgevinster og nettokurstab på obligationer og valutakonti
- realiserede nettokursgevinster og nettokurstab på aktier
- realiserede tab på aktier og finansielle instrumenter fra tidligere år
- erhvervede, skattepligtige nettokursgevinster og nettokurstab ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter opgjort efter lagerprincippet samt
- afholdte administrationsomkostninger

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste 0,1 procent. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue. Overført til udlodning næste år består af restbeløbet efter nedrundning af regnskabsposten "Til rådighed for udlodning". Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlod-

ningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Balancen

Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta værdiansættes til GMT1600 valutakursen for noterede valutaer. Unoterede valutaer værdiansættes til markedsværdi.

Obligationer og kapitalandele

Noterede værdipapirer måles løbende til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes ud fra markedsbaseret lukkekurs på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger, den anden officielle kurs, der må antages bedst at svare hertil. Værdipapirer i fremmed valuta omregnes til danske kroner efter GMT1600 valutakurser på noterede valutaer og til markedsværdi for unoterede valutaer på balancedagen. Udtrukne obligationer værdiansættes til kurs 100. Unoterede værdipapirer værdiansættes til markedsværdien. Obligationer og kapitalandele indgår og udtages på handelsdagen. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele. Udlånte obligationer indgår i balancen under obligationer.

Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter optages første gang i balancen til dagsværdi og værdiansættes efterfølgende til dagsværdi. Positiv netto markedsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ netto markedsværdi under passiver. Gevinst eller tab på afledte finansielle instrumenter opgøres efter lagerprincip.

Andre aktiver

Tilgodehavende renter består af periodiserede renter på balancedagen. Tilgodehavende udbytte består af indtjent udbytte i årets løb, hvor pengene ikke er modtaget ultimo året. Under aktuelle skatteaktiver indgår refunderbar udbytteskat tilbageholdt i udlandet.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af nettoværdien af provenuet fra salg og køb af aktiver samt fra indløsninger og emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Hvis nettoværdien udgør et passiv optages dette under regnskabspo-

sten "Anden gæld".

Medlemmernes formue

Udlodning fra sidste år vedr. 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 på grund af 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.

Nøgletal

Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med retningslinjer fra Finanstilsynet og InvesteringsFondsBranchen.

Årets afkast i %

Det årlige afkast i % på grundlag af den indre værdi. Udbetalt udbytte er forudsat geninvesteret, jf. InvesteringsFondsBranchens anbefaling.

Benchmarkafkast i %

Det årlige afkast i % for det Benchmark som afdelingen kan sammenlignes med, jf. foreningens prospekt.

Indre værdi

Beregnes som medlemmernes formue divideret med cirkulerende andele, hvilket giver værdien pr andel.

Årets udlodning pr. andel i kroner

Udbetalt udbytte i kr. pr. andel efter de enkelte regnskabsår. Årets udbytte skal godkendes på foreningens generalforsamling.

Cirkulerende kapital i 1.000 kroner

Afdelingens cirkulerende (nominelle) kapital ultimo året.

Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue

Beregnes som administrationsomkostninger divideret med medlemmernes gennemsnitlige formue. Gennemsnittet opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret. Ad-

ministrationsomkostninger svarer til resultatpost 3.

Årlige omkostninger i % (ÅOP)

ÅOP er et skøn over investors samlede omkostninger ved investering i forening. ÅOP indeholder CI-omkostningsprocenten, foreningens direkte handelsomkostninger i procent samt investors handelsomkostninger i form af maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag i procent. Emissionstillæg og indløsningsfradrag fordeles over en tidshorisont på syv år, hvor de syv år er en standardiseret forudsætning.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden opgøres ud fra handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

Nøgletal for risiko

Sharpe ratio

Nøgletallet sætter afkast i forhold til risiko. Det er forholdsvis simpelt at anvende og består af tre komponenter, afkastet af porteføljen, renten på en "risikofri" investering (fx en kort statsobligation) og endelig risikoen på porteføljens afkast. Hvis investor påtager sig en høj risiko, vil investor samtidig forvente et højt afkast. Omvendt vil en investor med en investering i en kort statsobligation, hvor der er lav risiko, forvente et lavt afkast. Sharpe ratio giver investor mulighed for at sammenligne forskellige investeringer med hinanden. Jo højere sharpe ratio, jo bedre har investeringen været.

Forenklet beregnes sharpe ratio som det historiske afkast minus den risikofrie rente (som en kort statsobligation vil give) divideret med risikoen (målt ved standardafvigelsen).

Standardafvigelsen

Nøgletallet er en af flere metoder til at beregne risikoen ved en investering. Jo mere en investerings afkast svinger op og ned, jo højere er risikoen ved investeringen. Standardafvigelsen kan fortolkes som den gennemsnitlige afvigelse fra det gennemsnitlige afkast af porteføljen. Ved en lav standardafvigelse vil afkastet i hver målt periode ligge tæt på det gennemsnitlige afkast og omvendt ved en høj standardafvigelse.

Skattekurs

Skattekurs svarer til den skattemæssige ultimokurs for regnskabsåret.

Risikoklasse i afdelingernes stamoplysninger

Risikoklasserne i er fastlagt med udgangspunkt i Morningstars SRRR vurdering.

Årets honorar til revisor

	Årets honorar for revision i 1.000 kr.	Årets honorar for rådgivning i 1.000 kr.	Året honorar i alt i 1.000 kr.	Årets samlede honorar i % af formue
2014	794	285	1.079	0,003%
2013	779	875	1.654	0,004%

Årets honorar til bestyrelsen (i 1.000 kr.)

	2014	2013
Sparinvest total	1.375	1.306
Sparinvest formand	400	380
Sparinvest næstformand	275	261
Sparinvest bestyrelsesmedlem	175	166

Afdeling	Mio. kr. Udlån pr. 31. december 2014	Sikkerhed i form af obligationer
Cumulus Value	43.116	45.444
Danske Aktier	51.792	54.654
Momentum Aktier	9.094	9.641
Momentum Aktier Akk.	1.685	1.784
Value Aktier	455.425	482.028
Value Emerging Markets	5.492	5.781
Value Europa	53.052	55.947
Value Europa Small Cap	51.912	54.712
Value USA	2.619	2.681
INDEX C20 Capped	30.571	32.203
INDEX Dow Jones Sustainability World	4.364	4.608
INDEX Emerging Markets	5.375	5.651
INDEX Europa Growth	5.780	6.096
INDEX Europa Small Cap	13.803	14.618
INDEX Europa Value	4.156	4.388
INDEX Globale Aktier Min. Risiko	72.257	76.467
INDEX Japan Growth	70.909	75.096
INDEX Japan Small Cap	3.289	3.484
INDEX Japan Value	7.492	7.930
INDEX USA Growth	887	905
INDEX USA Small Cap	365	372
INDEX USA Value	6.096	6.361
Total	899.533	950.852

Skattemæssig behandling af udbytte

Afdeling	Udbytte i kr. pr. andel	Kapital- indkomst	Aktie- indkomst	Skattefrit
Aktiebaserede afdelinger				
Cumulus Value	8,40	0,00	8,40	0,00
Danske Aktier	44,90	0,00	44,90	0,00
Momentum Aktier	12,50	0,00	12,50	0,00
Value Aktier	0,00	0,00	0,00	0,00
Value Emerging Markets	0,00	0,00	0,00	0,00
Value Europa	0,00	0,00	0,00	0,00
Value Europa Small Cap	4,90	0,00	4,90	0,00
Value USA	9,70	0,00	9,70	0,00
Obligationsbaserede afdelinger				
Bolig	3,00	3,00	0,00	0,00
Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer	0,00	0,00	0,00	0,00
High Yield Value Bonds Udb.	4,00	4,00	0,00	0,00
Indeksobligationer	0,00	0,00	0,00	0,00
Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries	0,00	0,00	0,00	0,00
Korte Obligationer	2,40	2,384	0,00	0,016
Lange Obligationer	4,50	3,52	0,00	0,98
Mellemlange Obligationer	3,60	3,438	0,00	0,162
Nye Obligationermarkeder	0,00	0,00	0,00	0,00
Nye Obligationermarkeder Lokalvaluta	0,00	0,00	0,00	0,00
Value Bonds 2016 Udb.	0,00	0,00	0,00	0,00
Value Bonds 2017 Udb.	0,00	0,00	0,00	0,00
Indeksbaserede afdelinger				
INDEX Dow Jones Sustainability World	0,00	0,00	0,00	0,00
INDEX Emerging Markets	2,30	0,00	2,30	0,00
INDEX Europa Growth	0,00	0,00	0,00	0,00
INDEX Europa Small Cap	0,00	0,00	0,00	0,00
INDEX Europa Value	0,00	0,00	0,00	0,00
INDEX Globale Aktier Min. Risiko	6,40	0,00	6,40	0,00
INDEX Japan Growth	0,00	0,00	0,00	0,00
INDEX Japan Small Cap	0,00	0,00	0,00	0,00
INDEX Japan Value	0,00	0,00	0,00	0,00
INDEX OMX C20 Capped	3,70	0,00	3,70	0,00
INDEX Stabile Obligationer	2,40	2,40	0,00	0,00
INDEX USA Growth	7,70	0,00	7,70	0,00
INDEX USA Small Cap	14,40	0,00	14,40	0,00
INDEX USA Value	2,00	0,00	2,00	0,00
Total	1.797.258	39.622.353		

