

50
458.484
4.989
48.484
48.498

48.498.484.
49.849.879.
8.979.
7.879.
4.989.484.
48.948.
48.498.
48.498.
4.984.984
4.984

Halvårsrapport 2015

Investeringsforeningen Sparinvest

Sparinvest

Indholdsfortegnelse

3 Selskabsoplysninger

4 Ledelsens beretning for 1. halvår 2015

- 4 Ledelsesberetning – resume 1. halvår
- 6 Ledelsens beretning
- 6 Udviklingen i Sparinvests afdelinger
- 9 Udviklingen i Sparinvest i 1. halvår 2015
- 11 Investeringspolitik og risikostyring
- 17 Ledelsespåtegning

18 Årsregnskab for afdelinger

- 19 Aktiebaserede afdelinger
- 47 Indeksbaserede afdelinger
- 86 Obligationsbaserede afdelinger

137 Fællesnoter

- 137 Væsentlige aftaler
- 138 Anvendt regnskabspraksis

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
Kingsvej 1
2630 Taastrup
Telefon: 36 34 75 00
Telefax: 36 34 75 99
E-mail: mail@sparinvest.dk
Web-adresse: www.sparinvest.dk

Administration:

Sparinvest S.A.
28, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg

Administrationen udøves via:

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

Investeringsforeningen Sparinvests bestyrelse

- Formand Torben Nielsen, tidligere nationalbankdirektør
- Næstformand Peter Reedtz, direktør i Asset Allocation Institutet
- Benedicte Vibe Christensen, tidligere vicedirektør i Den Internationale Valutafond
- Johannes Andersen, lektor ved Aalborg Universitet
- Lotte Pia Møllerup, afdelingschef i Realkreditrådet

Ledelsens beretning for første halvår 2015

Ledelsesberetning – resume første halvår

	Halvårets resultat	Formue	Indre værdi	Afkast	Benchmark
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.		i pct.	i pct.
Aktiebaserede afdelinger					
Cumulus Value	105.059	690.136	176,66	16,65%	11,66%
Danske Aktier	129.410	585.779	303,14	23,27%	20,94%
Momentum Aktier	83.217	643.974	141,01	12,92%	11,66%
Momentum Aktier Akk.	18.986	169.795	160,4	12,92%	11,66%
Value Aktier	1.287.936	7.779.305	501,15	16,96%	11,66%
Value Emerging Markets	31.473	247.189	131,52	12,88%	12,01%
Value Europa	89.412	611.472	85,51	16,42%	12,96%
Value Europa Small Cap	69.588	445.272	170,64	17,81%	20,44%
Value USA	16.762	124.171	109,69	11,36%	10,33%
Obligationsbaserede afdelinger					
Bolig	-1.471	139.233	104,85	-1,17%	-0,16%
Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer	2.886	179.159	100,28	1,95%	3,16%
High Yield Value Bonds Udb.	-34.450	2.213.098	71,63	-1,35%	2,70%
Indeksobligationer	-4.897	511.051	132,83	-1,00%	0,10%
Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries	-14.143	2.459.107	106,67	-0,29%	-0,89%
Korte Obligationer	-20.883	5.050.391	113,01	-0,43%	0,36%
Lange Obligationer	-80.360	4.086.219	114,33	-1,90%	-0,69%
Mellemlange Obligationer	-50.723	6.123.747	112,11	-0,83%	-0,16%
Nye Obligationermarkeder	11.711	592.261	118,18	1,99%	1,12%
Nye Obligationermarkeder Lokalvaluta	14.698	475.016	104,61	3,36%	3,49%
Value Bonds 2016 Udb.	2.612	366.186	97,11	0,72%	*
Value Bonds 2017 Udb.	-1.345	375.371	97,16	-0,36%	*
Value Bonds 2018 Udb.	975	119.807	101,7	1,70%	*
Indeksbaserede afdelinger					
INDEX Dow Jones Sustainability World	32.387	391.238	123,53	9,71%	9,93%
INDEX Emerging Markets	33.841	352.487	109,17	10,71%	12,01%
INDEX Europa Growth	31.986	467.980	119,24	15,57%	15,75%
INDEX Europa Small Cap	22.412	213.011	147,68	19,41%	20,44%

INDEX Europa Value	12.174	403.569	83,24	10,62%	10,08%
INDEX Globale Aktier Min. Risiko	145.872	1.608.158	127,26	10,63%	10,48%
INDEX Japan Growth	37.211	143.299	81,32	21,28%	21,13%
INDEX Japan Small Cap	5.612	29.593	109,85	24,67%	24,19%
INDEX Japan Value	21.730	111.387	104,75	26,48%	26,14%
INDEX OMX C20 Capped	54.279	325.758	194,51	23,21%	23,61%
INDEX Stabile Obligationer	-3.595	614.247	139,89	-0,49%	-0,44%
INDEX USA Growth	93.080	657.340	139,26	12,94%	13,48%
INDEX USA Small Cap	23.244	185.559	152,15	13,02%	13,61%
INDEX USA Value	37.641	499.046	99,45	7,00%	7,15%
Blandede afdelinger					
Mix Høj Risiko	-1.458	31.658	95,93	-4,07%	-4,23%
Mix Lav Risiko	-1.630	91.714	97,9	-2,10%	-1,97%
Mix Mellem Risiko	-1.826	63.106	96,86	-3,14%	-3,06%
Total	2.199.413	40.176.889			

* Afdelingen har ikke noget benchmark.

Ledelsens beretning

Denne beretning er fælles for alle afdelingerne i Investeringsforeningen Sparinvest. Investeringsforeningen Sparinvest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i halvåret samt resultat sammenholdt med den forventede udvikling. Nøgletal, afdelingens profil, afdelingens fremadrettede forventede udvikling og forventninger til de områder, som afdelingen investerer indenfor, er beskrevet under de enkelte afdelingsregnskaber.

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.

Halvårsrapporten 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.

Der er efter halvårets afslutning ikke indtruffet begivenheder, som væsentligt ville kunne påvirke den danske UCITS' afdelingers aktiver og passiver og finansielle stilling samt resultatet for første halvår 2015.

Der er ikke usikkerhed ved indregning og måling i balance og resultatopgørelse.

Udviklingen i Investeringsforeningen Sparinvests afdelinger

1. halvår af 2015 har budt på solide afkast i de aktiebaserede afdelinger. Det gælder ikke mindst de value-baserede afdelinger, som kom flot igennem årets første seks måneder – heraf flere med afkast et godt stykke foran benchmark. Den globale afdeling Value Aktier gav eksempelvis et afkast på 17,0 % i 1. halvår og klarede sig mere end 5 % bedre end sit benchmark, MSCI World. De passive aktieafdelinger i Sparinvest INDEX-universet leverede ligeledes solide resultater med afkast mellem 7,0 % og 26,5 %.

Udviklingen i de obligationsbaserede afdelinger var mærket af rentestigninger gennem 1. halvår 2015, hvilket tyngede afkastet. De stigende renter herhjemme medførte faldende obligationskurser, og afkastet i afdelingerne for danske obligationer lå mellem -1,9 % og -0,4 % ved halvårets udgang. I afdelingerne for virksomhedsobligationer var afkastet blandet. Eksempelvis var de højtforrentede obligationer i High Yield Value Bonds Udb. fortsat mærket af den negative udvikling på råvaremarkederne og gav et afkast på -1,4 %. Bedst gik det for Nye Obligationer Lokalvaluta, som gav et afkast på 3,4 %. Samlet set har afkastet i foreningens obligationsafdelinger i 1. halvåret således været beskedent positivt til svagt negativt.

Foreningens formue under forvaltning lå ved halvårets udgang på 40,2 mia. kr. og er således steget med ca. 0,6 mia. kr. i forhold til årets begyndelse.

Aktiemarkederne

Investorer, der investerede i aktier ved årets begyndelse, kan se tilbage på en periode med solide afkast. Særligt i 1. kvartal var aktiemarkederne i god form, mens tendensen var noget mere afdæmpet i 2. kvartal. Samlet set dækker udviklingen over det faktum, at mange indikatorer peger opad for verdensøkonomien.

Udsigterne for den globale økonomi er overordnet set bedre end længe, og særligt i de udviklede økonomier er der positive tænder at spore. Den amerikanske økonomi har efter flere år med aggressiv krisestyring fra centralbankens side 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 peger pælen fremad, men tempoet i økonomien er fortsat noget lavere end i USA. Dette skyldes ikke mindst udviklingen i Grækenland, som har været et af de mest dominerende økonomiske og politiske temaer i Europa. Lige siden det græske valg i januar, hvor det EU-skeptiske Syriza kom til magten, har Grækenlands fremtid i eurozonen trukket overskrifter. Det gældsplagede land hverken ville eller kunne honorere sine økonomiske forpligtelser til Trojkaen (EU, IMF og ECB). Det førte til store politiske konfrontationer, som kulminerede mod halvårets slutning, hvor den lurende statsbankerot og kapitalflugt tvang det græske banksystem i knæ. Den græske stat var dybt afhængig af fortsatte nødlån, men som betingelse for disse krævede landets kreditorer fortsatte, skrappe reformer af økonomien. Vilkaarne for økonomisk hjælp var således det altafgørende stridspunkt i forhandlingerne, og den græske premierminister gik endda så vidt som til at sende Trojkaens reformkrav til folkeafstemning, hvilket ikke forbedrede forhandlingsklimaet. Først efter flere ugers politisk tovtrækkeri landede parterne på en aftale, som på trods af den græske regerings hårdnakkethed endte med at indeholde betydelige reformer. Om end Grækenland isoleret set blot har lille effekt på den samlede europæiske økonomi, så havde situationen en vis påvirkning på de finansielle markeder.

På trods af den græske uro fortsatte den positive spiral imidlertid i eurozonen. Stort set samtlige vigtige nøgletal peger i den rigtige retning. Arbejdsløsheden fortsætter med at falde (nu 11,1 %), og den samlede beskæftigelse i eurozonen stiger nu hurtigere end på noget tidspunkt siden 2008 (en årlig stigning på 0,8 %).

Bortset fra et enkelt kvartal i 2011 er kapacitetsudnyttelsen i eurozonens fremstillingsindustri på det højeste niveau siden 2008. Industriproduktionen er ligeledes i positiv udvikling i eurozonen. Specielt Tyskland, Italien og Spanien ser ud til at levere solid vækst resten af året, mens Frankrig fortsat hænger lidt i bremsen. Efter næsten fire års dødvande stiger eurozonens bankudlån til husholdningerne ligeledes, hvilket kan få stor betydning for forbrugsvæksten fremover. Udlån til forbrugslån er steget med 1,8 % på et år, hvilket er en endnu kraftigere ændring fra tendensen efter eurokrisen i 2011. Disse tal lyder ikke af meget, men når man sammenholder dem med udviklingen fra 2011-2014 er det en solid fremgang, og dette vil med stor sandsynlighed få stor betydning for eurozonens vækst i de kommende par år.

Emerging markets er samlet set berørte af en afdæmpning i vækstraterne. Dette skyldes dels lavere råvarepriser, blandt andet på grund af afsvækkelsen af væksten i Kina, men det kan også tilskrives geopolitiske faktorer og skærpelsen af betingelserne for at få mulighed for finansiering.

Forventninger

De fleste udviklede økonomier synes at være på rette kurs. I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i sidste halvår af 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, dog er der flere signaler, som peger i den rigtige retning. Det er fortsat unionens sydeuropæiske medlemmer, som kæmper med en række strukturelle problemer.

Den europæiske økonomi er på vej ind i en bedring, ligesom det europæiske banksystem er klart stærkere kapitaliseret på nuværende tidspunkt end ved eurokrisens udbrud i 2011.

Udsigterne for europæiske aktier ser stadig fornuftige ud. Overskudslikviditeten (dvs. forskellen på væksten i den reale pengemængde og væksten i BNP) er stigende med de nylige tal for væksten i pengemængden. Desuden holder erhvervstillidstallet IFO fra Tyskland sig på et ganske pænt niveau (102), og detailhandlen er også på vej ind i en god gænge med årlige vækstrater på 2,2 % – hvilket ikke er set siden 2007.

Dertil kommer, at ECB med begivenhederne i Grækenland kan forventes at holde en fast hånd under markedet, hvilket i praksis vil betyde, at ECB vil medvirke til at holde markedet forsynet med rigelig likviditet en rum tid endnu.

I USA forbedres økonomien væsentlig i de ledende indikatorer for industriproduktion. Serviceindustrien har tilsyneladende slet ikke været ramt af den mindre opbremsning, vi har set i første og andet kvartal af 2015. Faktisk ser det ud til, at USA kommer stærkt igen henover årsskiftet, og dette bør hjælpe amerikanske aktier trods udsigterne til en stramning af den stadig meget ekspansive pengepolitik.

Set i et langsigtet perspektiv og på trods af den generelle markedsfremgang findes der generelt stadig selskaber, som er attraktive, når man kigger på deres aktiekurs i forhold til f.eks. indtjeningen eller værdien af deres aktiver, og en del aktier er attraktivt prisfastsat – måske med undtagelse af 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

Efter en lang periode siden finanskrisen med fremgang blev obligationsmarkederne ramt af stigende renter og deraf faldende kurser og afkast. Udviklingen i 1. halvår har da også været ganske dramatisk på de internationale obligationsmarkeder med store udsving til følge. Det medførte bl.a., at renterne på lange obligationer steg betydeligt, primært i Europa, men også USA blev ramt. Denne udvikling var særlig udtalt i 2. kvartal og kom efter en periode i 1. kvartal, hvor det ellers var muligt at optage et 30-årig realkreditlån med en fast rente på blot 2 %.

Det danske stats- og realkreditmarked har således været præget af store kursudsving gennem 1. halvår af 2015. Fra årets start og frem til midten af februar faldt renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 0,80 % til kun 0,05 %. Rentefaldet var primært drevet af det faktum, at den schweiziske centralbank i januar overraskende droppede valutaloftet på franc'en i forhold til euroen. Da ECB den 22. januar annoncerede et massivt opkøbsprogram for europæiske statsobligationer, kom der yderligere nedadgående pres på renterne.

Det skete i takt med, at de finansielle markeder begyndte at spekulere i, at udviklingen i Schweiz kunne tvinge Nationalbanken til at droppe den danske fastkurspolitik over for euroen. Nationalbanken, hvis fornemmeste opgave er at bakke op om en stabil kronkurs, svarede imidlertid igen med en blanding af valutaintervention og rentenedsættelser og valgte samtidig at stoppe for udstedelsen af statsobligationer. I sidste ende var det Nationalbanken, der trak det længste strå, og presset på den danske krone aftog gradvist.

Fra midten af april og frem til midten af juni måned steg renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 1 % til over 1,10 %. Dette kan bl.a. tilskrives generelt øget optimisme omkring økonomien i Europa. En vis rentestigning var som sådan ikke overraskende, da renterne havde nået ekstremt lave niveauer, og de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. Hvad der imidlertid overraskede, var styrken i rentestigningen, specielt da den indtraf samtidigt med, at ECB's opkøb af obligationer kørte for fuld styrke. På meget få handelsdage i april/maj steg den 10-årige tyske rente fra ca. 0,08 % til ca. 0,72 %, herefter indtraf en kort pause, hvorefter renten i juni steg til 0,99 %.

Forventninger

Hvis vi træder tilbage og betragter situationen uden støjen fra Grækenland, har de globale obligationsmarkeder fra april til slutningen af maj været præget af relativt store skift i renteforventninger og dertilhørende stejle rentekurver. Dette er normalt en god indikator for fremtidige vækstudsigter, hvilket vil kunne medføre, at renterne fortsat vil stige henover sommeren i takt med, at specielt den europæiske økonomi vil bedre sig.

Overordnet ser vi dog argumenter for både stigende og faldende renter. I Danmark kan vi godt forestille os, at Nationalbanken hæver indskudsbevisrenten til måske -0,50 % fra -0,75 %, om end det næppe vil have den store betydning for obligationsmarkedet.

Den primære risiko for markante rentestigninger kommer fra USA, hvor der er mulighed for, at den amerikanske centralbank hæver renterne hurtigere og kraftigere, end markedet forventer.

Der er imidlertid også forhold, som taler for faldende renter, herunder primært den tiltagende politiske usikkerhed omkring Grækenlands medlemskab af eurosamarbejdet, og sekundært makroøkonomiske følgevirkninger fra sommerens markante kursfald på det kinesiske aktiemarked.

Udviklingen i Investeringsforeningen Sparinvest i første halvår af 2015

Tre nye blandede afdelinger

Investeringsforeningen Sparinvest lancerede den 27. maj 2015 tre nye udbyttebetalende blandede afdelinger målrettet frie midler: Mix Lav Risiko, Mix Mellem Risiko og Mix Høj Risiko.

De nye afdelinger er oplagte for investorer, der gerne vil investere uden alt besværet. Med et enkelt værdipapir blander MIX mere end tusinde aktier og obligationer fra hele verden og investorer skal hverken tænke på selv at overvåge eller tilpasse investeringerne.

MIX findes i tre risikoniveauer – lav, mellem og høj. De tre MIX-afdelinger er kendetegnet ved, at de investerer i forskellige faste andele af obligationer og aktier og hver især er tilpasset forskellige opsparingsbehov. Med MIX-afdelingerne får man som investor derfor en nem mulighed for at aktivere sin opsparing, uanset om tidshorizonten er relativt kort, eller pengene først skal bruges om mange år.

Ny udbyttebetalende udløbsafdeling

Sparinvest lancerede i januar en ny udbyttebetalende afdeling for virksomhedsobligationer, Value Bonds 2018 Udb. Afdelingens obligationer løber til 2018 og er målrettet investorer, der ønsker en fast placering af deres opsparing. Til gengæld forventes man med afdelingen at få en højere rente end danske obligationer mod en mindre stigning i kreditrisikoen.

Value Bonds 2018 Udb. er udbyttebetalende og kan derfor både benyttes af investorer, som investerer for pensjonsmidler og frie midler.

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 2018.

Morningstar Fund Award 2015 til afdelingen INDEX USA Growth

For fjerde gang på blot seks år kan afdelingen INDEX USA Growth føje endnu en Morningstar Fund Award til samlingen. Dermed fortsætter prisregnen over afdelingen, som tidligere har vundet i 2010, 2012, 2013 og nu altså også i 2015.

Siden Morningstar lancerede prisuddelingen i Danmark i 2008, har afdelinger fra Sparinvest INDEX-universet hentet i alt fem priser ud af otte. I 2009 fik Sparindex USA Value (nu INDEX USA Value i Investeringsforeningen Sparinvest) prisen første gang, og dermed sidder Investeringsforeningen Sparinvests indeksafdelinger solidt på tronen for amerikanske aktier.

Den seneste kåring er blot en i rækken for afdelingen den seneste tid. I december sidste år løb afdelingen INDEX USA Growth med titlen som årets bedste afdeling herhjemme i 2014 i den årlige opgørelse, som Dansk Aktie Analyse laver for Jyllands-Posten og det digitale erhvervsmedie Finans.

Afdelingens mange priser er et bevis på, at investorerne i afdelingen INDEX USA Growth har opnået et fuldt ud konkurrencedygtigt afkast - til lavest mulige omkostninger.

At det ikke kun er Morningstar og Dansk Aktie Analyse, der har et godt øje til Sparinvest INDEX, vidner udviklingen i INDEX-afdelingerne generelt om. Ud over de mange priser i årenes løb oplever vi stor efterspørgsel efter de 14 afdelinger, der tilsammen udgør det passivt forvaltede investeringsmiljø Sparinvest INDEX. I 2010 var der i alt kun 1,4 mia. kr. under forvaltning i de passive afdelinger, mens afdelingerne i dag har rundet 5,8 mia. kr. Siden 2010 er der kommet 30 % flere investorer hvert eneste år.

Nedsættelse af formidlings- og rådgivningshonorarer i Investeringsforeningen Sparinvest

Bestyrelsen i Investeringsforeningen Sparinvest har besluttet midlertidigt at nedsætte formidlings- og rådgivningshonorarer og de deraf afledte omkostninger i danske obligationsafdelinger i Investeringsforeningen Sparinvest, som følge af det aktuelle, lave danske renteniveau.

Der er tale om følgende afdelinger:

Korte Obligationer, Mellemlange Obligationer og Lange Obligationer, Indeksobligationer og Bolig (sidstnævnte er ikke optaget til handel).

For alle fem afdelinger er formidlingshonoraret helt bortfaldet.

Rådgivningshonorarerne for de 5 afdelinger er sat ned som følger:

Korte Obligationer	0,30%	nedsat til	0,10%
Mellemlange Obligationer	0,40%	nedsat til	0,20%
Lange Obligationer	0,50%	nedsat til	0,25%

Bolig	0,30%	nedsat til	0,10%
Indeksobligationer	0,35%	nedsat til	0,25%

Ændringerne, som ligeledes påvirker de samlede tegningsomkostninger og administrationsomkostninger, trådte i kraft den 1. maj 2015 og gælder frem til senest 31. december 2015.

Nyt ansigt i bestyrelsen

I overensstemmelse med foreningens vedtægter var samtlige bestyrelsesmedlemmer på valg på den ordinære generalforsamling i Investeringsforeningen Sparinvest den 8. april 2015.

Følgende bestyrelsesmedlemmer genopstillede: Formand Torben Nielsen, Benedicte Vibe Christensen, Johannes Lund Andersen og Peter Reedtz. De 4 bestyrelsesmedlemmer blev genvalgt.

Bestyrelsen indstillede endvidere, at Lotte Pia Møllerup blev valgt som bestyrelsesmedlem, og hun blev ligeledes valgt til bestyrelsen.

Bestyrelsen består således af følgende medlemmer:

Torben Nielsen
 Benedicte Vibe Christensen
 Johannes Lund Andersen
 Peter Reedtz
 Lotte Pia Møllerup

Ny revisor

På den ordinære generalforsamling i Investeringsforeningen Sparinvest den 8. april 2015 blev Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab valgt som ny revisor for foreningen.

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 afhænger 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 investeringerne i Investeringsforeningen Sparinvest beskrevet.

Risici samt risikostyring

Som investor i investeringsforeningen 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.

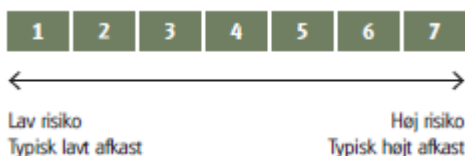
Risikoen ved at investere via investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

- 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 over en kortere tidshorisont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer sjældent velegnede.

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



Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndteres inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, afdelingerne investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes investeringspolitikker og -restriktioner, lovgivningens krav om risikospredning, adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter samt interne kontroller.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt forvaltede afdelinger er baseret på porteføljeforvalternes vurdering af selskabet. Porteføljeforvalterne forsøger at danne sig et realistisk helhedsbillede af f.eks. selskabets finansielle stilling, herunder gæld, balance og forretningsmodel. Ud fra disse forhold købes og sælges aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har Bestyrelsen for alle afdelinger udvalgt et benchmark, dog med undtagelse af de tre udløbsafdelinger. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det

eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for omkostninger.

Målet med de aktive forvaltede afdelinger er at opnå et langsigtet afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. For de value-baserede afdelinger benyttes ligeledes et benchmark som sammenligningsindeks. Målet for disse afdelinger er dog ikke at konstruere porteføljerne i overensstemmelse med den fordeling, der findes i de valgte indeks, men udelukkende at bruge det valgte indeks som reference for afdelingernes relative afkast. Fordelingen på regioner og sektorer vil derfor afvige betydeligt fra indeksets sammensætning. Målet med de value-baserede afdelinger er at finde selskaber, hvor det vurderes, at markedsværdien, som aktierne handles til, er væsentligt lavere end selskabets reelle værdi i form af aktiver, indtjening m.m. Investeringsprocessen tager derfor altid udgangspunkt i det enkelte selskab og dets forhold, hvilket kan betyde en overvægtning på enkelte lande eller regioner sammenlignet med benchmark. Investeringsstrategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark.

Nøgletallet active share måler i procent, hvor meget sammensætningen af en afdelings portefølje afviger i forhold til benchmark. Jo højere tal, des mere aktivt er afdelingen forvaltet.

Active share pr. 30/6-2015

Afdeling	Active Share i procent
Cumulus Value	94,68
Danske Aktier*	50,87
Momentum Aktier	92,63
Momentum Aktier Akk.	92,84
Value Aktier	94,68
Value Emerging Markets	91,17
Value Europa	93,09
Value Europa Small Cap	97,86
Value USA	92,64
INDEX Emerging Markets**	55,69
INDEX Europa Growth	10,51
INDEX Europa Small Cap**	38,98
INDEX Europa Value	10,39
INDEX Globale Aktier Min. Risiko	24,55
INDEX Japan Growth	9,08
INDEX Japan Small Cap**	70,42
INDEX Japan Value	11,29
INDEX OMX C20 Capped	2,24
INDEX USA Growth	17,70
INDEX USA Small Cap**	67,80
INDEX USA Value	15,39

*Danske Aktier udgør et snævert investeringsunivers, hvorfor en lavere active share ikke nødvendigvis afspejler en lav grad af aktiv forvaltning.

**Emerging markets og small cap-universet indeholder et meget stort antal aktier, men kan med fordel replikeres med blot et lille udsnit af disse af hensyn til bl.a. handelsomkostninger.

Særskilt for de passivt forvaltede afdelinger gælder det, at målet for den enkelte afdeling er at følge udviklingen i det udvalgte benchmark så tæt som muligt. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger.

Ved at bruge matematiske og statistiske modeller vælges i disse afdelinger et udsnit af de aktier, der indgår i et givent aktieindeks og som opfører sig næsten identisk hermed. Det at følge et udvalgt indeks betegnes også som "tracking" - og graden hvormed indeksafdelingernes afkast afviger fra det originale indeks kaldes derfor "tracking error" (TE). Succeskriteriet for afdelingernes resultater måles ud fra denne tracking error.

I Sparinvest INDEX-afdelingerne varierer tracking error alt efter det segment, der investeres i. Den højeste tracking error i afdelingerne er fastsat til at være følgende:

Øvre grænse for TE p.a. 2015*

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.

*Uændret i forhold til 2014.

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 afdelinger i Investeringsforeningen Sparinvest 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 markeds- mæssige 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, markeds- mæssige 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 der systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens investeringsområde under den enkelte afdelingsberetning.

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, markeds- mæssige 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. 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 ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Særlige risici ved obligationsafdelingerne:

OBLIGATIONSMARKEDET:

Obligationmarkedet 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.

Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget halvårsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen Sparinvest med tilhørende afdelinger.

1. Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lovgivningens krav og eventuelle krav i vedtægter eller aftale,
2. halvårsregnskabet 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 disse afdelingers aktiviteter og økonomiske forhold og en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som den danske UCITS, henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Hvidesten, den 27. august 2015

Direktion Sparinvest S.A.

Peter Møller Lassen

Henrik Lind-Grønbæk

Richard Jacqué

Niels Solon

Bestyrelse

Torben Nielsen
(formand)

Peter Reedtz
(næstformand)

Benedicte Vibe Christensen

Johannes Lund Andersen

Lotte Pia Møllerup

Halvårsregnskab for afdelinger

Aktiebaserede afdelinger

- 19 Cumulus Value
- 22 Danske Aktier
- 25 Momentum Aktier
- 28 Momentum Aktier Akk.
- 31 Value Aktier
- 34 Value Emerging Markets
- 37 Value Europa
- 40 Value Europa Small Cap
- 43 Value USA

Obligationsbaserede afdelinger

- 46 Bolig
- 49 Emerging Markets Value
Virksomhedsobligationer
- 52 High Yield Value Bonds Udb.
- 55 Indeksobligationer
- 58 Investment Grade Value Bonds
- All Countries
- 61 Korte Obligationer
- 64 Lange Obligationer
- 67 Mellemlange Obligationer
- 70 Nye Obligationsmarkeder
- 73 Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta
- 76 Value Bonds 2016 Udb.
- 79 Value Bonds 2017 Udb.

82 Value Bonds 2018 Udb.

Indeksbaserede afdelinger

- 85 INDEX Dow Jones Sustainability World
- 88 INDEX Emerging Markets
- 91 INDEX Europa Growth
- 94 INDEX Europa Small Cap
- 97 INDEX Europa Value
- 100 INDEX Globale Aktier Min. Risiko
- 103 INDEX Japan Growth
- 106 INDEX Japan Small Cap
- 109 INDEX Japan Value
- 112 INDEX OMX C20 Capped
- 115 INDEX Stabile Obligationer
- 118 INDEX USA Growth
- 121 INDEX USA Small Cap
- 124 INDEX USA Value

Blandede afdelinger

- 127 Mix Høj Risiko
- 130 Mix Lav Risiko
- 133 Mix Mellem Risiko

Cumulus Value

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 16,65 %, mens benchmark steg med 11,66 %. Afkastet har til fulde levet op til de forventninger, der blev udmeldt i årsrapporten for 2014 i både absolutte og relative termer, da det er afdelingens målsætning at slå benchmark.

Ved halvåret virker det europæiske opsving til at være på rette spor på trods af lidt skuffende nøgletal i andet kvartal. I Europa nød man godt af nogle åbenlyse fordele i form af en svag valuta og en lav oliepris, men et stigende udlån grundet bedre kreditvilkår er en stærk indikation af, at den økonomiske politik er begyndt at sive igennem til den virkelige økonomi, og at risikoen for deflation i Europa er aftagende. De såkaldte kvantitative lempelser blev gennemført meget senere end andre steder, og der er ingen tvivl om, at det har været en positiv katalysator for europæiske aktier i år. Da Europa stadig udgør en stor del af den globale efterspørgsel, er det også opmuntrende i et globalt perspektiv. I Japan er det store tema corporate governance, hvor de nye principper trådte i kraft i juni. Mens kapitalstruktur og aktionærpleje er på toppen af dagsordenen, bemærker vi, at frygten for japansk deflation er aftagende, da det japanske forbrug viser spæde tegn på vækst, eksporten er let stigende og erhvervsinvesteringer synes at have nået bunden.

De store forskelle i forventninger til økonomisk politik mellem USA og resten af verden synes at tynde det amerikanske aktiemarked, da mange investorer frygter, at en for pludselig stigning i renterne kan kvæle det amerikanske opsving. Temaet er ikke nyt for os, der på grund af de betydelige forskelle i prissætning har investeret mere i attraktivt prissatte regioner, hvor de makroøkonomiske udfordringer har været størst. Siden den nye økonomiske linje, 'Abenomic', blev udstukket, har det japanske aktiemarked klaret sig flot, og nu ser det endelig ud til, at Europa er begyndt at rejse sig fra sygesengen og drage fordel af de kvantitative lempelser, man nu også anvender her.

Afdelingspecifikke risici

Ved udgangen af halvåret 2015 var afdelingens største investeringsområder Europa og Japan. Det betyder, at den økonomiske og politiske udvikling i disse regioner vil have særlig stor betydning for investorerens 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

På mange måder kan andet halvår komme til at minde om første. Nogen volatilitet og spredning i afkast må således forventes, når investorerne veksler mellem panik og optimisme i forhold til Grækenland, udviklingen i Kina samt en eventuel rentestigning fra centralbanken. Aktieinvestorer har med de nuværende aktiekurser ikke den samme beskyttelse i form af et billigt aktiemarked – beskyttelse der kunne værne mod geopolitisk risiko eller makro-ovraskelser - som man havde for to til tre år siden. Således kan afkast på niveau med det vi har set i de seneste fem år ikke forventes at forsætte. Afdelingen er fortsat attraktivt prissat og handler med betydelig rabat i forhold til det overordnede marked. Afdelingen er eksponeret til value-aktier. I betragtning af de betydelige forskelle mellem forskellige aktietyperes prissættelse, mener vi fortsat, at de bedste muligheder findes blandt de billige value-aktier og konjunkturfølsomme aktier sammenlignet med de "sikre" og dyre aktier. I takt med at faldet i obligationsrenterne bremses og gradvist igen begynder at stige sammen med stigende inflation og øget vækst, ventes prisdifferencen mellem de to aktietyper mindsket. Trods god økonomisk fremgang i Europa gør usikkerheden om Grækenlands fremtid, frygten for kinesisk opbremsning samt prissætningen af amerikanske aktier, at forventningerne til andet halvår er beskedne i form af fladt til let positivt afkast. Den aktive investeringsstrategi gør det sandsynligt, at afkastet vil afvige fra benchmark.

Cumulus Value

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	7	38
Renteudgifter	-6	0
Udbytter	13.677	12.462
I alt renter og udbytter	13.678	12.500
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	98.267	35.227
Valutakonti	1.086	212
Handelsomkostninger	201	174
I alt kursgevinster og -tab	99.152	35.265
I alt nettoindtægter	112.830	47.765
Administrationsomkostninger	6.549	5.945
Resultat før skat	106.281	41.820
Skat	1.222	1.063
Halvårets nettoresultat	105.059	40.757

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	25.861	19.264
Likvider	25.861	19.264
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	29.151	27.096
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	624.437	574.926
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	8.746	6.874
Kapitalandele	662.334	608.896
Andre aktiver		
Aktuelle skatteaktiver	801	729
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.440	576
Andre tilgodehavender	37	1
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.301	705
Andre aktiver	3.579	2.011
Aktiver	691.774	630.171
Passiver		
Medlemmernes formue	690.136	629.367
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	337	99
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.301	705
Anden gæld	1.638	804
Passiver	691.774	630.171

Cumulus Value

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	397.277	629.367			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-33.371			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		840			
Emissioner i perioden	5.282	9.564			
Indløsninger i perioden	-11.900	-21.368			
Emissionstillæg		16			
Indløsningsfradrag		29			
Periodens Resultat		105.059			
Medlemmernes formue (ultimo)	390.659	690.136			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	16,65	6,55	10,89	2,66	-4,51
Benchmarkafkast (pct.)	11,66	6,79	9,94	8,37	-2,49
Indre værdi pr. andel	176,66	160,80	135,59	113,63	129,11
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	105.059	40.757	55.856	16.588	-49.371
Cirkulerende kapital (t.kr.)	390.659	411.078	413.126	451.620	802.338
Medlemmernes formue (t.kr.)	690.136	661.031	560.137	513.192	1.035.911
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,93	0,93	0,91	0,93	0,93
Sharpe Ratio Benchmark	1,55				
Sharpe Ratio Afdeling	0,82				
Volatilitet Benchmark i %	8,87				
Volatilitet Afdeling i %	11,37				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	653.588	94,7	602.022	95,7	
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	34.607	5,0	26.138	4,2	
Andre aktiver / Anden gæld	1.941	0,3	1.207	0,2	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	1,27	0,00	Danmark	5,49	5,40
Energi	6,96	9,79	Fjernøsten ex. Japan	4,23	4,73
Finans	18,67	16,73	Japan	22,60	22,94
Forbrugsgoder	22,00	23,56	likvider m.m.	4,03	3,24
Industri	15,03	14,04	Nordamerika	23,98	19,44
IT	10,97	9,60	Nordeuropa	19,21	23,38
Konsumentvarer	6,81	8,27	Skandinavien	2,21	2,96
likvider m.m.	4,03	3,24	Storbritannien	10,99	10,56
Materialer	8,47	10,16	Sydeuropa	7,25	7,35
Sundhedspleje	1,79	1,94			
Telekommunikation	4,01	2,65			

■ Danske Aktier

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 23,27 %, mens benchmark steg med 20,94 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Vores forventninger om et moderat afkast for danske aktier holdt på ingen måder stik. Tværtimod bliver danske aktier ved med at buldre derudaf, og målt over en 10 årig periode er Danmark det marked, der har leveret det højeste afkast i Europa. Det er naturligvis rigtigt glædeligt, på trods af at det endnu en gang har været de helt store aktier (OMXC20) der har trukket det største læs. Vores portefølje er ikke voldsomt eksponeret mod dette segment, men på trods af at de faktorer, som vi eksponerer os mod, har været mindre attraktive, så har vi slået benchmark. Det er primært tre aktier, som har været den primære årsag til dette. Per Aarslef har vi stille og roligt købt op i gennem hele 2014. Aktien havde meget attraktiv faktor-eksponering mod samtlige af de tre faktorer, afdelingen invester i (value, momentum og small cap), hvilket vi er blevet belønnet for i 2015 med en fortsat kraftigt stigende aktiekurs. Omvendt har vi i 2015 været meget undervægtet i Coloplast, da aktien har været tilsvarende uinteressant målt på faktorerne. Derudover har DFDS gavnnet meget. Porteføljen er fortsat undervægtet i markedets største aktie, Novo Nordisk, hvilket ikke har gavnnet afkastet.

Afkastet er samlet set yderst tilfredsstillende.

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 faktorer value, momentum og small cap. Vi har fortsat mest tillid til, at det er value og de små aktier, som skal bidrage til afkastet i resten af 2015. Danske Aktier har gennem lang tid givet et meget højt afkast, og fremadrettet må man forvente et lidt lavere afkast. Måske endda med risiko for et marginalt negativt afkast for resten af 2015.

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

Danske Aktier
Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	199	27
Renteudgifter	-14	0
Udbytter	18.578	12.958
I alt renter og udbytter	18.763	12.985
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	115.509	90.595
Valutakonti	3	-1
Handelsomkostninger	256	228
I alt kursgevinster og -tab	115.256	90.366
I alt nettoindtægter	134.019	103.351
Administrationsomkostninger	4.736	5.024
Resultat før skat	129.283	98.327
Skat	127	330
Halvårets nettoresultat	129.410	97.997

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.135	6.816
Likvider	2.135	6.816
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	553.767	532.924
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.950	21.124
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	7.472	6.301
Kapitalandele	583.189	560.349
Andre aktiver		
Andre tilgodehavender	4	115
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	658	258
Aktuelle skatteaktiver	410	0
Andre aktiver	1.072	373
Aktiver	586.396	567.538
Passiver		
Medlemmernes formue	585.779	565.923
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	617	554
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	1.061
Anden gæld	617	1.615
Passiver	586.396	567.538

Danske Aktier

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	200.586	565.923			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-90.063			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		2.649			
Emissioner i perioden	2.150	6.574			
Indløsninger i perioden	-9.500	-28.756			
Emissionstillæg		4			
Indløsningsfradrag		38			
Periodens Resultat		129.410			
Medlemmernes formue (ultimo)	193.236	585.779			
Nøgletal 1					
	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	23,27	16,01	9,88	11,44	-5,47
Benchmarkafkast (pct.)	20,94	17,28	11,74	10,82	-6,31
Indre værdi pr. andel	303,14	289,54	233,47	207,32	259,56
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	129.410	97.997	60.390	75.241	-40.729
Cirkulerende kapital (t.kr.)	193.236	218.387	249.657	287.283	335.475
Medlemmernes formue (t.kr.)	585.779	632.318	582.865	595.609	870.771
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,78	0,77	0,77	0,78	0,33
Sharpe Ratio Benchmark	1,18				
Sharpe Ratio Afdeling	1,08				
Volatilitet Benchmark i %	13,44				
Volatilitet Afdeling i %	13,40				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	575.717	98,3	554.048	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	9.607	1,6	13.117	2,3	
Andre aktiver / Anden gæld	455	0,1	-1.242	-0,2	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	1,73	0,00	Danmark	95,81	95,28
Finans	35,19	32,37	likvider m.m.	0,44	0,98
Forbrugsgoder	3,29	7,14	Skandinavien	3,75	3,73
Forsyning	0,00	0,43			
Industri	32,68	37,65			
IT	2,92	2,93			
Konsumentvarer	13,35	10,60			
likvider m.m.	0,44	0,98			
Materialer	1,40	2,81			
Sundhedspleje	7,64	3,13			
Telekommunikation	1,34	1,96			

■ Momentum Aktier

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 12,92 %, mens benchmark steg med 11,66 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Vores investeringer i Europa har gjort det rigtig godt med over 17 % i afkast, hvilket er 4 % over benchmark. Også vores amerikanske aktier har klaret sig flot, og aktuelt 5 % bedre end benchmark. Årsagen til det pæne afkast skal bl.a. findes i, at der er kommet mere ro på oliepris-udviklingen. Efter et dramatisk fald i slutningen af 2014 var netop olie-prisudviklingen anset til at være en af de store jokere i forhold til, hvorvidt momentum-strategien ville gøre det godt i 2015. Strategien virker bedst, når det er selskabernes informationsflow, der får lov at danne prisudviklingen, og ikke voldsomme globale begivenheder, som fx oliepris-udviklingen gjorde i slutningen af 2014.

Afkastet er samlet set tilfredsstillende.

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 vil sandsynligvis blive påvirket negativt, hvis turbulensen på oliemarkedet vender tilbage. Derudover er der i øjeblikket ikke så mange makroøkonomiske begivenheder, som kan ryste strategien. De værste scenarier vurderes at være, hvis renterne stiger voldsomt eller væksten i Kina bremser fuldstændigt op. Der er mange nøgletal, der understøtter selve niveauet i aktiemarkedet, fx fortsat lavere arbejdsløshed i eurozonen og ikke mindst en bedring af huspriserne i både Europa og USA, som vil gavne forbruget og dermed væksten.

Vi forventer, at markedet generelt vil levere afkast i størrelsesorden 14 % for hele året. Men vi hæver forventningerne til afdelingen en smule til ca. 18 %.

Momentum Aktier

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-4	1
Udbytter	7.748	6.598
I alt renter og udbytter	7.744	6.599
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	83.408	29.024
Valutakonti	450	-222
Handelsomkostninger	1.202	1.083
I alt kursgevinster og -tab	82.656	27.719
I alt nettoindtægter	90.400	34.318
Administrationsomkostninger	6.244	5.707
Resultat før skat	84.156	28.611
Skat	939	759
Halvårets nettoresultat	83.217	27.852

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	9.346	6.653
Likvider	9.346	6.653
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	27.855	11.291
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	598.668	600.537
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	8.068	6.516
Kapitalandele	634.591	618.344
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	356	424
Andre tilgodehavender	29	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	12.445	7.207
Aktuelle skatteaktiver	436	375
Andre aktiver	13.266	8.006
Aktiver	657.203	633.003
Passiver		
Medlemmernes formue *	643.974	627.628
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	27	29
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	13.202	5.346
Anden gæld	13.229	5.375
Passiver	657.203	633.003

* Se fusioner i første halvår i fællesnoterne bagerst i regnskabet

Momentum Aktier

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	463.204	627.628			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-57.900			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		750			
Emissioner i perioden	2.590	3.965			
Indløsninger i perioden	-9.100	-13.709			
Emissionstillæg		4			
Indløsningsfradrag		19			
Periodens Resultat		83.217			
Medlemmernes formue (ultimo)	456.694	643.974			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	12,92	4,62	11,60	13,47	0,37
Benchmarkafkast (pct.)	11,66	6,79	9,94	8,37	-2,49
Indre værdi pr. andel	141,01	123,96	106,06	93,39	89,22
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	83.217	27.852	55.908	63.415	2.500
Cirkulerende kapital (t.kr.)	456.694	506.104	487.781	535.671	657.733
Medlemmernes formue (t.kr.)	643.974	627.359	517.363	500.255	586.813
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,93	0,92	0,91	0,95	0,88
Sharpe Ratio Benchmark	1,55				
Sharpe Ratio Afdeling	1,21				
Volatilitet Benchmark i %	8,87				
Volatilitet Afdeling i %	10,69				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	626.523	97,3	611.828	97,5	
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	17.414	2,7	13.169	2,1	
Andre aktiver / Anden gæld	37	0,0	2.631	0,4	
Fordelinger (i pct)					
Sektorfordeling	30.06.2015	31.12.2014	Geografisk fordeling	30.06.2015	31.12.2014
Energi	0,43	6,24	Danmark	5,58	2,84
Finans	14,77	14,65	Fjernøsten ex. Japan	7,42	4,65
Forbrugsgoder	21,51	17,16	Japan	1,66	1,76
Forsyning	2,48	2,88	likvider m.m.	1,46	1,47
Industri	15,39	19,72	Mellemøsten & Afrika	1,12	0,49
IT	15,74	14,33	Nordamerika	54,72	65,91
Konsumentvarer	8,02	6,57	Nordeuropa	10,11	8,92
likvider m.m.	1,46	1,47	Skandinavien	6,33	5,30
Materialer	2,99	5,85	Storbritannien	4,63	2,97
Sundhedspleje	11,70	8,03	Sydamerika	0,57	0,50
Telekommunikation	2,58	3,10	Sydeuropa	5,88	5,13
			Østeuropa	0,51	0,06

■ Momentum Aktier Akk.

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 12,92 %, mens benchmark steg med 11,66 %. Afdelingens afkast var således positivt og bedre end benchmark. Vores investeringer i Europa har gjort det rigtig godt med over 17 % i afkast, hvilket er 4 % over benchmark. Også vores amerikanske aktier har klaret sig flot, og aktuelt 5 % bedre end benchmark. Årsagen til det pæne afkast skal bl.a. findes i, at der er kommet mere ro på oliepris-udviklingen. Efter et dramatisk fald i slutningen af 2014 var netop olie-prisudviklingen anset til at være en af de store jokere i forhold til, hvorvidt momentum-strategien ville gøre det godt i 2015. Strategien virker bedst, når det er selskabernes informationsflow, der får lov at danne prisudviklingen, og ikke voldsomme globale begivenheder, som fx oliepris-udviklingen gjorde i slutningen af 2014.

Afkastet er samlet set tilfredsstillende.

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 vil sandsynligvis blive påvirket negativt, hvis turbulensen på oliemarkedet vender tilbage. Derudover er der i øjeblikket ikke så mange makroøkonomiske begivenheder, som kan ryste strategien. De værste scenarier vurderes at være, hvis renterne stiger voldsomt eller væksten i Kina bremser fuldstændigt op. Der er mange nøgletal, der understøtter selve niveauet i aktiemarkedet, fx fortsat lavere arbejdsløshed i eurozonen og ikke mindst en bedring af huspriserne i både Europa og USA, som vil gavne forbruget og dermed væksten.

Vi forventer, at markedet generelt vil levere afkast i størrelsesorden 14 % for hele året. Men vi hæver forventningerne til afdelingen en smule til ca. 18 %.

Momentum Aktier Akk.

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Udbytter	1.969	888
I alt renter og udbytter	1.969	888
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	19.148	3.905
Valutakonti	-44	-18
Handelsomkostninger	300	151
I alt kursgevinster og -tab	18.804	3.736
I alt nettoindtægter	20.773	4.624
Administrationsomkostninger	1.570	787
Resultat før skat	19.203	3.837
Skat	217	109
Halvårets nettoresultat	18.986	3.728

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	3.555	1.310
Likvider	3.555	1.310
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	7.486	2.659
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	157.073	140.444
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	2.131	922
Kapitalandele	166.690	144.025
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	93	105
Andre tilgodehavender	10	2
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.144	1.288
Aktuelle skatteaktiver	80	59
Andre aktiver	3.327	1.454
Aktiver	173.572	146.789
Passiver		
Medlemmernes formue	169.795	145.685
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	7	5
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.770	1.099
Anden gæld	3.777	1.104
Passiver	173.572	146.789

Momentum Aktier Akk.

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	102.554	145.685			
Emissioner i perioden	3.300	5.115			
Indløsninger i perioden		0			
Emissionstillæg		9			
Indløsningsfradrag		0			
Periodens Resultat		18.986			
Medlemmernes formue (ultimo)	105.854	169.795			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	12,92	4,63	11,49	13,21	0,43
Benchmarkafkast (pct.)	11,66	6,79	9,94	8,37	-2,49
Indre værdi pr. andel	160,40	130,88	111,61	98,56	93,71
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	18.986	3.728	8.787	9.444	176
Cirkulerende kapital (t.kr.)	105.854	65.854	77.854	78.234	166.880
Medlemmernes formue (t.kr.)	169.795	86.190	86.890	77.105	156.382
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,93	0,94	1,02	0,95	0,89
Sharpe Ratio Benchmark	1,55				
Sharpe Ratio Afdeling	1,13				
Volatilitet Benchmark i %	8,87				
Volatilitet Afdeling i %	10,91				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	164.559	109,1	143.103	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	5.686	3,8	2.232	1,5	
Andre aktiver / Anden gæld	-450	-0,3	350	0,2	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	2,88	0,00	Danmark	5,66	2,46
Energi	0,37	6,21	Fjernøsten ex. Japan	7,65	4,20
Finans	15,18	15,96	Japan	1,25	1,37
Forbrugsgoder	20,76	17,75	likvider m.m.	1,83	1,14
Forsyning	2,26	2,47	Mellemøsten & Afrika	1,29	0,28
Industri	15,43	18,45	Nordamerika	53,02	68,05
IT	15,92	13,95	Nordeuropa	10,53	9,53
Konsumentvarer	8,33	5,80	Skandinavien	7,05	4,23
likvider m.m.	1,83	1,14	Storbritannien	4,44	2,87
Materialer	3,21	6,30	Sydamerika	0,41	0,40
Sundhedspleje	11,56	9,18	Sydeuropa	6,40	5,44
Telekommunikation	2,26	2,79	Østeuropa	0,47	0,05

■ Value Aktier

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	30.04.1986
Investeringskoncept:	Value-aktier
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1007963
Risikoklasse:	6

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 16,96 %, mens benchmark steg med 11,66 %. Afkastet har til fulde levet op til de forventninger, der blev udmeldt i årsrapporten for 2014 i både absolutte og relative termer, da det er afdelingens målsætning at slå benchmark.

Ved halvåret virker det europæiske opsving til at være på rette spor på trods af lidt skuffende nøgletal i andet kvartal. I Europa nød man godt af nogle åbenlyse fordele i form af en svag valuta og en lav oliepris, men et stigende udlån grundet bedre kreditvilkår er en stærk indikation af, at den økonomiske politik er begyndt at sive igennem til den virkelige økonomi, og at risikoen for deflation i Europa er aftagende. De såkaldte kvantitative lempelser blev gennemført meget senere end andre steder, og der er ingen tvivl om, at det har været en positiv katalysator for europæiske aktier i år. Da Europa stadig udgør en stor del af den globale efterspørgsel, er det også opmuntrende i et globalt perspektiv. I Japan er det store tema corporate governance, hvor de nye principper trådte i kraft i juni. Mens kapitalstruktur og aktionærpleje er på toppen af dagsordenen, bemærker vi, at frygten for japansk deflation er aftagende, da det japanske forbrug viser spæde tegn på vækst, eksporten er let stigende og erhvervsinvesteringer synes at have nået bunden.

De store forskelle i forventninger til økonomisk politik mellem USA og resten af verden synes at tynde det amerikanske aktiemarked, da mange investorer frygter, at en for pludselig stigning i renterne kan kvæle det amerikanske opsving. Temaet er ikke nyt for os, der på grund af de betydelige forskelle i prissætning har investeret mere i attraktivt prissatte regioner, hvor de makroøkonomiske udfordringer har været størst. Siden den nye økonomiske linje, 'Abenomic', blev udstukket, har det japanske aktiemarked klaret sig flot, og nu ser det endelig ud til, at Europa er begyndt at rejse sig fra sygesengen og drage fordel af de kvantitative lempelser, man nu også anvender her.

Afdelingspecifikke risici

Ved udgangen af halvåret 2015 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

På mange måder kan andet halvår komme til at minde om første. Nogen volatilitet og spredning i afkast må således forventes, når investorerne veksler mellem panik og optimisme i forhold til Grækenland, udviklingen i Kina samt en eventuel rentestigning fra centralbanken. Aktieinvestorer har med de nuværende aktiekurser ikke den samme beskyttelse i form af et billigt aktiemarked – beskyttelse der kunne værne mod geopolitisk risiko eller makro-ovraskelser - som man havde for to til tre år siden. Således kan afkast på niveau med det vi har set i de seneste fem år ikke forventes at forsætte. Afdelingen er fortsat attraktivt prissat og handler med betydelig rabat i forhold til det overordnede marked. Afdelingen er eksponeret til value-aktier. I betragtning af de betydelige forskelle mellem forskellige aktietyperes prifsættelse, mener vi fortsat, at de bedste muligheder findes blandt de billige value-aktier og konjunkturfølsomme aktier sammenlignet med de "sikre" og dyre aktier. I takt med at faldet i obligationsrenterne bremses og gradvist igen begynder at stige sammen med stigende inflation og øget vækst, ventes prifsforskellen mellem de to aktietyper mindsket. Trods god økonomisk fremgang i Europa gør usikkerheden om Grækenlands fremtid, frygten for kinesisk opbremsning samt prissætningen af amerikanske aktier, at forventningerne til andet halvår er beskedne i form af fladt til let positivt afkast. Den aktive investeringsstrategi gør det sandsynligt, at afkastet vil afvige fra benchmark.

Value Aktier

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	58	-9
Renteudgifter	-6	0
Udbytter	163.250	167.842
I alt renter og udbytter	163.302	167.833
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	1.202.550	478.410
Valutakonti	15.790	1.288
Handelsomkostninger	1.845	2.076
I alt kursgevinster og -tab	1.216.495	477.622
I alt nettoindtægter	1.379.797	645.455
Administrationsomkostninger	76.726	78.677
Resultat før skat	1.303.071	566.778
Skat	15.135	14.287
Halvårets nettoresultat	1.287.936	552.491

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	67.991	180.444
Likvider	67.991	180.444
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	322.341	307.519
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.261.258	7.031.477
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	104.043	88.195
Kapitalandele	7.687.642	7.427.191
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	17.579	7.138
Andre tilgodehavender	728	354
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	206.894	10.000
Aktuelle skatteaktiver	8.951	8.643
Andre aktiver	234.152	26.135
Aktiver	7.989.785	7.633.770
Passiver		
Medlemmernes formue	7.779.305	7.619.497
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	15	16
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	210.465	14.257
Anden gæld	210.480	14.273
Passiver	7.989.785	7.633.770

Value Aktier

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	1.778.178	7.619.497			
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)		0			
Emissioner i perioden	1	0			
Indløsninger i perioden	-225.900	-1.129.631			
Emissionstillæg		0			
Indløsningsfradrag		1.503			
Periodens Resultat		1.287.936			
Medlemmernes formue (ultimo)	1.552.279	7.779.305			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	16,96	6,75	10,55	2,87	-4,58
Benchmarkafkast (pct.)	11,66	6,79	9,94	8,37	-2,49
Indre værdi pr. andel	501,15	435,13	360,22	301,14	343,81
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	1.287.936	552.491	818.372	285.390	-552.821
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.552.279	1.970.680	2.221.168	2.797.895	3.269.487
Medlemmernes formue (t.kr.)	7.779.305	8.575.059	8.001.061	8.425.586	11.240.864
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,93	0,93	0,91	0,93	0,93
Sharpe Ratio Benchmark	1,55				
Sharpe Ratio Afdeling	0,83				
Volatilitet Benchmark i %	8,87				
Volatilitet Afdeling i %	11,46				

	30.06.2015 i 1.000 kr.	Andel	31.12.2014 i 1.000 kr.	Andel
Aktivfordeling				
Børsnoterede finansielle instrumenter	7.583.599	97,5	7.338.996	96,3
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	172.034	2,2	268.639	3,5
Andre aktiver / Anden gæld	23.672	0,3	11.862	0,2

Fordelinger

	30.06.2015 I pct.	31.12.2014 I pct.		30.06.2015 I pct.	31.12.2014 I pct.
Sektorfordeling			Geografisk fordeling		
	1,34	0,00	Danmark	5,48	5,19
Energi	7,18	9,78	Fjernøsten ex. Japan	4,40	4,58
Finans	18,27	16,36	Japan	22,71	23,24
Forbrugsgoder	23,14	24,29	likvider m.m.	1,18	2,52
Industri	15,38	13,98	Nordamerika	25,05	19,86
IT	11,24	9,83	Nordeuropa	19,71	23,24
Konsumentvarer	7,25	8,30	Skandinavien	2,20	2,80
likvider m.m.	1,18	2,52	Storbritannien	11,64	10,81
Materialer	9,41	10,22	Sydeuropa	7,63	7,76
Sundhedspleje	1,83	2,03			
Telekommunikation	3,79	2,70			

■ Value Emerging Markets

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 12,88 %, mens benchmark steg med 12,01 %. Afkastet er tilfredsstillende og overgår forventningerne udmeldt i årsrapporten for 2014. Udsvingene i emerging markets har været markante og i starten af 2. kvartal, hvor afkastet blandt andet blev drevet af store stigninger fra de kinesiske aktier, var afkastet tæt på 30 %, men har efterfølgende sat sig. Dette var drevet af en "boble" i lokale kinesiske aktier (A-aktier), der ikke blev drevet af fundamentale forhold, men af spekulative og politiske forhold. Samtidig blev det muligt for kinesere at investere i Hong Kong-aktier, som havde en stor positiv effekt på disse aktier på meget kort tid. Omvendt har vi i den sidste halvdel af 1. halvår set en stor korrektion i de kinesiske aktier og politisk forsøg på at begrænse faldene, dog med blandet succes.

Afdelingspecifikke 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 investorenes fremtidige afkast. Udviklingen i Kina vil have stor betydning for afkastet i afdelingen, men umiddelbart forventes det at have begrænset effekt på andre emerging markets-lande.

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 prisfastsat, og den handler med en betydelig rabat i forhold til benchmark. Kina vil fortsat sætte sit aftryk på svingningerne i markedet, indtil der kommer en retning/afklaring på situationen. Den stigende dollar kan give nogle lande gældsudfordringer, fordi deres gæld er udstedt i dollar. De faldende vækstforventninger i flere emerging markets-landene kan have betydning på den kortere bane, men den underliggende vækst i emerging markets er stadig større end i de udviklede markeder, hvilket stadig gør emerging markets meget interessante.

Vi forventer fortsat indtjeningsvækst og ser fortsat et stort potentiale hos porteføljens selskaber, især når man ser på prissætningen af selskaberne i absolutte termer. Forventningerne for hele 2015 er stadig et positivt afkast, der er bedre end benchmark. Den seneste tids udfordringer forventes at påvirke usikkerhedsniveauet resten af året, hvorfor afkastet kan komme under pres. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og derfor er det sandsynligt, at afkastet vil blive forskelligt fra benchmark som følge af bl.a. en anden selskabs-, lande- og sektoreksponering.

Value Emerging Markets

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	5	1
Udbytter	4.435	3.774
I alt renter og udbytter	4.440	3.775
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	29.986	7.219
Valutakonti	152	-82
Handelsomkostninger	100	7
I alt kursgevinster og -tab	30.038	7.130
I alt nettoindtægter	34.478	10.905
Administrationsomkostninger	2.631	2.116
Resultat før skat	31.847	8.789
Skat	374	271
Halvårets nettoresultat	31.473	8.518

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	6.992	4.056
Likvider	6.992	4.056
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	238.729	241.369
Kapitalandele	238.729	241.369
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.321	241
Andre tilgodehavender	36	19
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	116	350
Andre aktiver	1.473	610
Aktiver	247.194	246.035
Passiver		
Medlemmernes formue	247.189	245.681
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	5	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	350
Anden gæld	5	354
Passiver	247.194	246.035

Value Emerging Markets

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	210.859	245.681			
Emissioner i perioden	88	115			
Indløsninger i perioden	-23.000	-30.139			
Emissionstillæg		0			
Indløsningsfradrag		59			
Periodens Resultat		31.473			
Medlemmernes formue (ultimo)	187.947	247.189			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	12,88	3,75	-6,30	-5,50	-4,79
Benchmarkafkast (pct.)	12,01	6,75	-8,31	6,34	-7,80
Indre værdi pr. andel	131,52	117,36	109,81	108,33	175,86
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	31.473	8.518	-15.002	-9.966	-7.939
Cirkulerende kapital (t.kr.)	187.947	216.258	222.497	277.991	253.791
Medlemmernes formue (t.kr.)	247.189	253.800	244.319	301.137	446.314
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,02	0,99	1,02	1,01	0,78
Sharpe Ratio Benchmark	0,38				
Sharpe Ratio Afdeling	0,09				
Volatilitet Benchmark i %	13,24				
Volatilitet Afdeling i %	15,00				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	238.729	96,6	241.369	98,2	
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	6.992	2,8	4.056	1,7	
Andre aktiver / Anden gæld	1.468	0,6	256	0,1	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	0,00	0,00	Fjernøsten ex. Japan	65,73	69,02
Energi	4,76	3,94	likvider m.m.	3,42	1,75
Finans	25,66	24,56	Mellemøsten & Afrika	0,00	1,63
Forbrugsgoder	12,76	13,56	Nordeuropa	1,76	1,66
Forsyning	2,52	2,95	Sydamerika	15,83	14,15
Industri	10,84	12,69	Sydeuropa	0,00	0,00
IT	8,71	9,27	Østeuropa	13,25	11,79
Konsumentvarer	5,44	3,68			
likvider m.m.	3,42	1,75			
Materialer	10,86	13,88			
Sundhedspleje	5,26	2,89			
Telekommunikation	9,77	10,82			

■ Value Europa

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 16,42 %, mens benchmark steg med 12,96 %. Afkastet er derfor meget tilfredsstillende og overgår de mere konservative forventninger, der blev meldt ud i årsrapporten for 2014.

Særligt i første kvartal havde afdelingen medvind. Fornyet optimisme i forhold til et europæisk opsving viste sig i form af stigende forbruger- og erhverstillidsindikatorer, og obligationsopkøbene fra Den Europæiske Centralbank skabte god appetit for europæiske aktier. I Europa nød man godt af nogle åbenlyse fordele i form af en svag valuta og en lav oliepris, men et stigende udlån grundet bedre kreditvilkår er en stærk indikation af, at den økonomiske politik er begyndt at sive igennem til den virkelige økonomi, og at risikoen for deflation i Europa er aftagende.

Små og mellemstore aktier har som forventet klaret sig bedst i dette miljø, så afdelingens eksponering til dette segment har i modsætning til sidste år været gunstig. Omvendt er value-aktier generelt fortsat med at give ringere afkast end vækstaktier, hvilket nu har stået på siden krisen med undtagelse af enkelte kortere perioder.

Ved halvårets udgang var det begivenhederne i Grækenland, der var på toppen af dagsordenen, hvor blandt andet det græske aktiemarked er midlertidigt lukket. Derudover er bekymringer for en opbremsning i Kina igen begyndt at blusse op.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer i europæiske aktier, hvorfor den økonomiske og politiske udvikling i Europa vil have særlig stor betydning for investorernes 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 billig prissætning – beskyttelse der kunne værne mod geopolitisk risiko eller makro-overraskelser. Trods god økonomisk fremgang i Europa og pæne regnskaber i europæiske virksomheder, gør usikkerheden om Grækenlands fremtid, frygt for kinesisk opbremsning samt den højeste prissætning af europæiske aktier siden krisen, at forventningerne til andet halvår er beskedne i form af fladt til let positivt afkast. For en langsigtet investor ser udsigterne for europæiske aktier stadig fornuftige ud i takt med at den europæiske økonomi bedres. I betragtning af de betydelige forskelle mellem forskellige aktietypers prisfastsættelse, mener vi fortsat, at de bedste muligheder findes blandt de billige value-aktier og konjunkturfølsomme aktier sammenlignet med de "sikre" og dyre aktier. I takt med at faldet i obligationsrenterne bremses og gradvist igen begynder at stige sammen med stigende inflation og øget vækst, ventes prisforskellen mellem de to aktietyper mindsket.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og derfor er det højest sandsynligt, at afkastet vil blive forskelligt fra benchmark.

Value Europa

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	5	13
Renteudgifter	-2	0
Udbytter	16.195	15.768
I alt renter og udbytter	16.198	15.781
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	78.810	29.369
Valutakonti	1.282	61
Handelsomkostninger	48	57
I alt kursgevinster og -tab	80.044	29.373
I alt nettoindtægter	96.242	45.154
Administrationsomkostninger	5.779	6.379
Resultat før skat	90.463	38.775
Skat	1.051	1.278
Halvårets nettoresultat	89.412	37.497

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	23.638	29.937
Likvider	23.638	29.937
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	45.350	42.092
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	536.010	489.371
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	3.694	2.703
Kapitalandele	585.054	534.166
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.011	420
Andre tilgodehavender	56	20
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.319	855
Aktuelle skatteaktiver	1.721	1.397
Andre aktiver	4.107	2.692
Aktiver	612.799	566.795
Passiver		
Medlemmernes formue	611.472	562.285
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	8	1
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.319	4.509
Anden gæld	1.327	4.510
Passiver	612.799	566.795

Value Europa

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	765.560	562.285			
Emissioner i perioden	1.550	1.325			
Indløsninger i perioden	-52.000	-41.574			
Emissionstillæg		2			
Indløsningsfradrag		22			
Periodens Resultat		89.412			
Medlemmernes formue (ultimo)	715.110	611.472			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	16,42	5,95	7,16	3,87	-1,68
Benchmarkafkast (pct.)	12,96	6,08	3,60	4,77	1,00
Indre værdi pr. andel	85,51	79,18	61,24	52,23	63,48
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	89.412	37.497	33.517	19.636	-6.280
Cirkulerende kapital (t.kr.)	715.110	890.460	709.060	852.508	978.658
Medlemmernes formue (t.kr.)	611.472	705.071	434.239	445.227	621.299
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,93	0,93	0,92	0,93	0,84
Sharpe Ratio Benchmark	0,94				
Sharpe Ratio Afdeling	0,57				
Volatilitet Benchmark i %	11,64				
Volatilitet Afdeling i %	14,35				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	581.360	95,1	531.463	94,5	
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	27.332	4,5	32.640	5,8	
Andre aktiver / Anden gæld	2.780	0,5	-1.818	-0,3	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	1,32	0,00	Danmark	8,02	7,97
Energi	8,27	9,08	likvider m.m.	4,32	4,99
Finans	15,29	15,82	Nordeuropa	42,13	44,35
Forbrugsgoder	18,73	20,88	Skandinavien	8,11	7,74
Industri	21,63	19,76	Storbritannien	17,65	16,64
IT	3,35	3,41	Sydeuropa	19,77	18,31
Konsumentvarer	10,61	11,44			
likvider m.m.	4,32	4,99			
Materialer	14,86	14,62			
Telekommunikation	1,63	0,00			

■ Value Europa Small Cap

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 17,81 %, mens benchmark steg med 20,44 %. Afkastet er over det forventede, som meddelt i årsrapporten for 2014 og niveauet er meget acceptabelt, men ikke tilfredsstillende sammenlignet med benchmark.

Afvigelsen i forhold til benchmark skyldes primært afdelingens overvægt af mindre selskaber (børsværdier < 10 mia. kr.).

Afkastet blev grundlagt i første kvartal, hvor fornyet optimisme i forhold til et europæisk opsving viste sig i form af stigende forbruger- og erhverstillidsindikatorer, og obligationsopkøbene fra Den Europæiske Centralbank skabte god appetit for europæiske aktier. I Europa nød man godt af nogle åbenlyse fordele i form af en svag valuta og en lav oliepris, men et stigende udlån grundet bedre kreditvilkår er en stærk indikation af, at den økonomiske politik er begyndt at sive igennem til den virkelige økonomi, og at risikoen for deflation i Europa er aftagende. Små aktier har ikke klaret sig så godt i dette miljø i forhold til større, så afdelingens eksponering til dette segment har ikke været gunstig. Value-aktier er generelt fortsat med at give lavere afkast end vækstaktier, hvilket nu har stået på siden krisen med undtagelse af enkelte kortere perioder. Ved halvårets udgang var det begivenhederne i Grækenland, der var på toppen af dagsordenen, hvor blandt andet det græske aktiemarked er midlertidigt lukket. Derudover er bekymringer for en opbremsning i Kina igen begyndt at blusse op.

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 fortsat 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. Situationen i Grækenland er blevet løst på den korte bane, men forventes på sigt pga. sin størrelse ikke at få direkte effekt på europæisk økonomi.

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 value-selskaber i small cap segmentet er endnu ikke kommet på agendaen i markedet. 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 er bedre end længe for europæiske selskaber, som følge af høj likviditet og faldende eurokurs og energipriser, hvilket kan medvirke til at realisere potentialet i en del af de mindre selskaber. Forventningerne til andet halvår er beskedne i form af fladt til let positivt afkast. For en langsigtet investor ser udsigterne for europæiske aktier stadig fornuftige ud i takt med at den europæiske økonomi bedres. I betragtning af de betydelige forskelle mellem forskellige aktietyperes prisfastsættelse, mener vi fortsat, at de bedste muligheder findes blandt de billige value-aktier og konjunkturfølsomme aktier sammenlignet med de "sikre" og dyre aktier. I takt med at faldet i obligationsrenterne bremses og gradvist igen begynder at stige sammen med stigende inflation og øget vækst, ventes prisforskellen mellem de to aktietyper mindsket.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og det er derfor højest sandsynligt, at afkastet vil afvige fra benchmark.

Value Europa Small Cap

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-1	9
Renteudgifter	-6	0
Udbytter	8.865	8.987
I alt renter og udbytter	8.858	8.996
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	65.724	41.335
Valutakonti	190	37
Handelsomkostninger	123	44
I alt kursgevinster og -tab	65.791	41.328
I alt nettoindtægter	74.649	50.324
Administrationsomkostninger	4.106	4.451
Resultat før skat	70.543	45.873
Skat	955	898
Halvårets nettoresultat	69.588	44.975

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	18.421	3.719
Likvider	18.421	3.719
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	13.495	26.507
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	411.633	359.695
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	28
Kapitalandele	425.128	386.230
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	81	106
Andre tilgodehavender	28	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	309	565
Aktuelle skatteaktiver	1.313	871
Andre aktiver	1.731	1.542
Aktiver	445.280	391.491
Passiver		
Medlemmernes formue	445.272	390.922
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	8	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	565
Anden gæld	8	569
Passiver	445.280	391.491

Value Europa Small Cap

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	262.530	390.922			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-12.864			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		221			
Emissioner i perioden	3.416	6.031			
Indløsninger i perioden	-5.000	-8.646			
Emissionstillæg		9			
Indløsningsfradrag		11			
Periodens Resultat		69.588			
Medlemmernes formue (ultimo)	260.946	445.272			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	17,81	10,63	5,90	3,61	0,59
Benchmarkafkast (pct.)	20,44	6,14	7,92	10,11	
Indre værdi pr. andel	170,64	170,49	128,33	116,00	137,87
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	69.588	44.975	20.262	21.711	600
Cirkulerende kapital (t.kr.)	260.946	295.188	256.483	275.484	290.864
Medlemmernes formue (t.kr.)	445.272	503.275	329.139	319.561	401.015
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,93	0,92	0,92	0,93	0,93
Sharpe Ratio Benchmark	1,15				
Sharpe Ratio Afdeling	0,70				
Volatilitet Benchmark i %	13,46				
Volatilitet Afdeling i %	14,87				

Aktivfordeling	30.06.2015	31.12.2014		
	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	425.128	95,5	386.202	98,8
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	18.421	4,1	3.747	1,0
Andre aktiver / Anden gæld	1.723	0,4	973	0,2

Fordelinger

Sektorfordeling	30.06.2015	31.12.2014	Geografisk fordeling	30.06.2015	31.12.2014
	l pct.	l pct.		l pct.	l pct.
Energi	4,42	4,20	Danmark	3,03	6,79
Finans	6,30	7,07	likvider m.m.	4,52	1,20
Forbrugsgoder	21,99	20,76	Nordeuropa	56,11	60,71
Industri	40,46	38,13	Skandinavien	10,10	7,30
IT	4,15	8,24	Storbritannien	8,54	7,84
Konsumentvarer	6,04	7,25	Sydeuropa	17,69	16,18
likvider m.m.	4,52	1,20			
Materialer	5,56	6,43			
Sundhedspleje	6,58	6,74			

■ Value USA

Beretning for halvåret 2015

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 og samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 11,36 %, mens benchmark steg med 10,33%. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i både absolut og relativt perspektiv og lever op til forventningerne ved årsskiftet. Målt i lokalvaluta gav det amerikanske aktieindeks dog kun lidt over 1 % i afkast.

Trods fortsat økonomisk fremgang er den styrkede dollar begyndt at ramme indtjeningen i mange amerikanske virksomheder, hvilket naturligvis har lagt en dæmper på kursudviklingen. Den økonomiske udvikling er nu så robust, at der i halvåret er blevet brugt meget tid på at debattere, hvornår den amerikanske centralbank vil hæve renten. Det har været med til at skabe uro på markedet, da nogen mener, det kan være for tidligt. De største kursstigninger har fundet sted inden for sektorer som Sundhedspleje, specielt biotekaktier og dele af IT samt IT-relaterede forbrugsgoder, mens sektorer som Energi, Forsyning og Industri ikke har kunnet følge med. Små og mellemstore aktier har klaret sig bedst i perioden, så afdelingens eksponering til dette segment har i modsætning til sidste år været gunstig. Omvendt er value-aktier generelt fortsat med at give lavere afkast end vækstaktier, hvilket nu har stået på siden krisen med undtagelse af enkelte kortere perioder.

Afdelingsspecifikke risici

Den økonomiske og politiske situation i USA samt udviklingen i dollaren har stor betydning for investorerens 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

På mange måder kan andet halvår komme til at minde om første. Nogen volatilitet og spredning i afkast må således forventes, når investorerne veksler mellem panik og optimisme i forhold til Grækenland, udviklingen i Kina samt en eventuel rentestigning fra centralbanken.

I absolutte termer er det klart, at aktieinvestorer med de nuværende aktiekurser ikke har den samme beskyttelse i form af et billigt aktiemarked – beskyttelse der kunne værne mod geopolitisk risiko eller makro-overraskelser - som man havde for to til tre år siden. Således kan afkast på niveau med det, vi har set i de seneste fem år, ikke forventes at forsætte.

Afdelingen er fortsat attraktivt prissat og handler med betydelig rabat til det overordnede marked. Afdelingen er eksponeret til value-aktier. I betragtning af de betydelige forskelle mellem forskellige aktietyper prisfastsættelse, mener vi fortsat, at de bedste muligheder findes blandt de billige value-aktier og konjunkturfølsomme aktier sammenlignet med de "sikre" og dyre aktier. I takt med at faldet i obligationsrenterne bremses og gradvist igen begynder at stige sammen med stigende inflation og øget vækst, ventes prisforskellen mellem de to aktietyper mindsket. Trods god økonomisk fremgang i Europa gør usikkerheden om Grækenlands fremtid, frygt for kinesisk opbremsning samt prissætningen af amerikanske aktier, at forventningerne til andet halvår er beskedne i form af fladt til let positivt afkast. Den aktive investeringsstrategi gør det sandsynligt, at afkastet vil afvige fra benchmark.

Value USA

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-5	1
Udbytter	1.337	1.725
I alt renter og udbytter	1.332	1.726
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	16.492	11.851
Valutakonti	301	-22
Handelsomkostninger	33	22
I alt kursgevinster og -tab	16.760	11.807
I alt nettoindtægter	18.092	13.533
Administrationsomkostninger	1.153	1.728
Resultat før skat	16.939	11.805
Skat	177	233
Halvårets nettoresultat	16.762	11.572

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.987	3.784
Likvider	2.987	3.784
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	121.146	159.694
Kapitalandele	121.146	159.694
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	37	66
Andre tilgodehavender	13	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	260
Andre aktiver	50	326
Aktiver	124.183	163.804
Passiver		
Medlemmernes formue	124.171	163.537
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	12	7
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	260
Anden gæld	12	267
Passiver	124.183	163.804

Value USA

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	152.943	163.537			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-14.835			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		3.298			
Emissioner i perioden	257	292			
Indløsninger i perioden	-40.000	-44.933			
Emissionstillæg		0			
Indløsningsfradrag		50			
Periodens Resultat		16.762			
Medlemmernes formue (ultimo)	113.200	124.171			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	11,36	6,48	18,57	4,08	-1,56
Benchmarkafkast (pct.)	10,33	7,44	14,92	11,60	-1,88
Indre værdi pr. andel	109,69	101,45	88,62	68,72	66,45
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	16.762	11.572	28.707	8.378	-3.936
Cirkulerende kapital (t.kr.)	113.200	191.343	209.293	266.864	344.214
Medlemmernes formue (t.kr.)	124.171	194.115	185.474	183.396	228.729
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,84	0,93	0,91	0,88	0,61
Sharpe Ratio Benchmark	1,81				
Sharpe Ratio Afdeling	1,09				
Volatilitet Benchmark i %	9,36				
Volatilitet Afdeling i %	11,85				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	121.146	97,6	159.694	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	2.987	2,4	3.784	2,3	
Andre aktiver / Anden gæld	38	0,0	59	0,0	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	I pct.	I pct.	Geografisk fordeling	I pct.	I pct.
	4,23	0,00	likvider m.m.	2,44	2,35
Energi	13,30	18,31	Nordamerika	96,05	95,67
Finans	26,39	24,67	Nordeuropa	1,51	1,98
Forbrugsgoder	13,44	13,82			
Industri	4,61	7,09			
IT	20,35	19,88			
Konsumentvarer	3,61	3,54			
likvider m.m.	2,44	2,35			
Materialer	5,83	5,55			
Sundhedspleje	4,87	4,78			
Telekommunikation	0,94	0,00			

■ Bolig

Beretning for halvåret 2015

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 ind imellem kan købes til meget favorable priser. De kan være mindre følsomme over for markedsudsving og er en stabiliseringsfaktor i perioder med stigende renter og faldende kurser.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -1,17 %, mens benchmark faldt med -0,16 %. Afdelingens afkast er, på trods af det lave renteniveau ved indgangen til 2015, utilfredsstillende i både relative og absolutte termer og under niveauet for de forventninger, der blev meddelt i årsrapporten for 2014.

Det danske stats- og realkreditmarked har været præget af store kursudsving gennem 1. halvår af 2015. Fra årets start og frem til midten af februar faldt renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 0,80 % til kun 0,05 %. Rentefaldet var primært drevet af, at den schweiziske centralbank den 15. januar overraskede de finansielle markeder ved at droppe valutaloftet på den schweiziske franc i forhold til euroen, og det var sekundært drevet af, at ECB den 22. januar annoncerede et massivt opkøbsprogram for europæiske statsobligationer. De finansielle markeder begyndte nemlig at spekulere i, at Danmark måske også kunne blive presset til at droppe fastkurspolitikken, og som modsvar handlede Nationalbanken med en blanding af valutaintervention og rentenedsættelser samt ved at stoppe for udstedelsen af statsobligationer. De efterfølgende to måneder var kendetegnet ved noget mere stabilitet, eftersom Nationalbanken "vandt første runde af kampen mod spekulanterne" i midten af februar måned, hvorefter det opadgående pres på danske kroner aftog gradvist. Fra midten af april og frem til midten af juni måned steg renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 1 % til over 1,10 %. I vores øjne var rentestigningen primært drevet af forbedrede makroøkonomiske udsigter for Europa. Konsensusforventningen til den årlige europæiske BNP-vækst er steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på 1,50 % for 2015 (op fra 1,10 % i januar), og baseret på prisningen af inflationsswaps er forventningen til den gennemsnitlige årlige europæiske inflationsrate "startende om 5 år og 5 år frem" ligeledes steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på over 1,8 % (op fra 1,6 % i januar). Renten på den 10-årige danske statsobligation faldt dog efterfølgende lidt tilbage og sluttede halvåret lige under 1 %.

Samlet set var 1. halvår af 2015 således et hårdt år for danske obligationer. Stats- og rentetilpasningsobligationer med løbetider ud til tre år gav positive afkast på 0,20-0,50 % qua de faldende renter i den korte ende af rentekurven. Variabelt forrentede obligationer gav positive afkast på 0-0,50 %, dels pga. den lave renterisiko og dels pga. indførelsen af en nedre grænse for kuponfastsættelsen på 0. Stort set alle andre danske obligationer gav negative afkast. Høj kupon konverterbare obligationer (f.eks. 4 %'41 og 5 %'38) gav overordnet set negative afkast på 0-1,25 %, dog med en stor variation mellem kuponer, løbetider og udstedere. Statsobligationer, rentetilpasningsobligationer og lavkuponkonverterbare obligationer med varigheder på 6-7 år gav negative afkast i størrelsesordenen af 0,75 %, 2,50 % og 3,50 %.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen har en mindre eksponering mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks, og derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer – og dermed fra benchmark – pga. indeksobligationers direkte kobling til inflation.

Forventninger

Vi ser argumenter for både stigende og faldende renter. I Danmark kan vi godt forestille os, at Nationalbanken hæver indskudsbevisrenten til måske -0,50 % fra -0,75%, om end det næppe vil have den store betydning for obligationsmarkedet. Den primære risiko for markante rentestigninger kommer fra USA, hvor der er en risiko for, at den amerikanske centralbank hæver renterne hurtigere og kraftigere, end markedet forventer. Der er imidlertid også forhold, som taler for faldende renter, herunder primært den tiltagende politiske usikkerhed omkring Grækenlands medlemskab af eurosamarbejdet, og sekundært makroøkonomiske følgevirkninger fra sommerens markante kursfald på det kinesiske aktiemarked.

Vi forventer, at afdelingen vil give et afkast i størrelsesordenen af +0,75% i 2. halvår 2015.

Bolig

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	2.052	2.349
Renteudgifter	-4	0
I alt renter og udbytter	2.048	2.349
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-3.236	3.328
Handelsomkostninger	1	1
I alt kursgevinster og -tab	-3.237	3.327
I alt nettoindtægter	-1.189	5.676
Administrationsomkostninger	282	338
Resultat før skat	-1.471	5.338
Halvårets nettoresultat	-1.471	5.338

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	209	691
Likvider	209	691
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	140.941	160.481
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.182	2.135
Obligationer	143.123	162.616
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.523	2.226
Andre aktiver	1.523	2.226
Aktiver	144.855	165.533
Passiver		
Medlemmernes formue	139.233	160.282
Anden gæld		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	5.622	5.251
Anden gæld	5.622	5.251
Passiver	144.855	165.533

Bolig

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	146.991	160.282			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-4.410			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		325			
Emissioner i perioden	5.070	5.570			
Indløsninger i perioden	-19.265	-21.090			
Emissionstillæg		6			
Indløsningsfradrag		21			
Periodens Resultat		-1.471			
Medlemmernes formue (ultimo)	132.796	139.233			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	-1,17	3,53	-0,97	1,66	0,27
Benchmarkafkast (pct.)	-0,16	2,71	-1,74	1,05	0,02
Indre værdi pr. andel	104,85	106,91	105,40	109,44	104,71
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-1.471	5.338	-1.510	2.035	310
Cirkulerende kapital (t.kr.)	132.796	141.323	140.015	121.969	146.972
Medlemmernes formue (t.kr.)	139.233	151.087	147.572	133.477	153.895
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,19	0,22	0,22	0,22	0,22
Sharpe Ratio Benchmark	0,78				
Sharpe Ratio Afdeling	0,89				
Volatilitet Benchmark i %	3,33				
Volatilitet Afdeling i %	3,20				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	143.123	102,8	162.616	101,5	
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	209	0,2	691	0,4	
Andre aktiver / Anden gæld	-4.099	-2,9	-3.025	-1,9	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	I pct.	I pct.	Geografisk fordeling	I pct.	I pct.
Andre	0,04	0,08	Danmark	102,79	101,46
Inkonv. obl.	61,45	60,15	likvider m.m.	-2,79	-1,46
Konv. obl.	20,43	22,27			
likvider m.m.	-2,79	-1,46			
stater	20,87	18,96			

■ Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	23.10.2013
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6050182
Risikoklasse:	4

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 en mindre del 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, hvilket vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningssevne og stærke balancer. Afdelingen kan investere uden for sit benchmark, men er underlagt en disciplineret risikostyring, som sikrer en veldiversificeret portefølje. Der kan investeres i både investment grade og high yield obligationer, samt en mindre del i obligationer uden en officiel rating. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til DKK.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 1,95 %, mens benchmark steg med 3,16 %. Resultatet er tilfredsstillende og stemmer overens med forventningerne ved årsskiftet til trods for en overvægt mod energirelaterede selskaber. En undervægtet allokering mod de latinamerikanske lande og finansielle selskaber kombineret med overvægt i sektorerne Materialer og Industri bidrog væsentligt til afkastet, og det samme gjorde afdelingens allokering mod især BB og B ratede selskaber. Også strategiens allokering mod russiske udstedere har genereret attraktive afkast år til dato, idet kursen på russiske obligationer vendte tilbage til mere "normale" niveauer efter det internationale samfunds barske sanktioner sidste år.

Afdelingsspecifikke risici

Da afdelingens investeringsområde er emerging markets, vil der være en eksponering over for politisk risiko, heriblandt ændringer i ejendomsrettigheder, der kan påvirke afdelingens afkast negativt. Med sin eksponering mod Kina, har afdelingen fortsat en risiko for at blive yderligere ramt af den økonomiske opbremsning. For at imødegår dette, søger afdelingen fortsat at mindske følsomheden over for en forværring i den kinesiske økonomi ved at fokusere på korte obligationer udstedt af solide selskaber.

Afdelingen er desuden overvægtet råvarer, herunder specielt olie, og det er fortsat målsætningen at bringe andelen ned på samme niveau som det generelle marked for emerging markets-obligationer. Det er dog vigtigt at understrege, at dette skal gøres på en måde, der sikrer, 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.

Forventninger

De store økonomier i emerging markets-landene er fortsat under pres som følge af de faldende råvarepriser og den manglende efterspørgsel. Derfor har mange af landene måttet revidere de økonomiske udsigter for 2015, og en del lande står nu højere oppe på trappen som kandidater til økonomisk hjælp fra IMF.

Den kinesiske økonomi står fortsat over for en opbremsning, og økonomisk data fra Kina fortsætter med at skuffe, hvilket har fået den kinesiske centralbank til at skære i den såkaldte RRR-sats (Reserve Requirement Ratio). Det forventes dog ikke, at en reduktion i de pengepolitiske satser i Kina vil kompensere for det dramatiske fald i udlån, som man har set i Kina de seneste år. Mine-, bygge- og ejendomssektorerne fortsætter med at skrumpes, og det vil være nødvendigt med yderligere finanspolitiske reformer i Kina for at afbøde dette. Aftatningen på det kinesiske ejendomsmarked har haft omfattende indvirkning på emerging markets og råvarepriserne de seneste to år. Der er risiko for, at en fortsat nedgang i den kinesiske økonomi vil føre til et længerevarende fald i verdens næststørste økonomi og udenlandsk import af kapitalgoder såsom maskinelt udstyr.

Emerging markets-landene som helhed er påvirket af den svage udvikling i Kina og Sydamerika, herunder især Brasilien. Mange af landene vil dog drage nytte af genkomsten af europæisk vækst i både forbrug og produktion, og indikatorerne for industriproduktion er stadig positive for emerging markets som helhed. Med en varighed, der er lavere end benchmark og en forventet effektiv rente på mere end 8 %, forventes strategien at kunne levere et positivt afkast for resten af 2015.

Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	5.847	3.977
Renteudgifter	-12	0
I alt renter og udbytter	5.835	3.977
Kursgevinster og -tab		
Handelsomkostninger	73	11
Obligationer	9.998	5.006
Kapitalandele	-19	52
Afledte finansielle instrumenter	-13.116	-461
Valutakonti	1.485	-64
I alt kursgevinster og -tab	-1.725	4.522
I alt nettoindtægter	4.110	8.499
Administrationsomkostninger	1.224	1.018
Resultat før skat	2.886	7.481
Halvårets nettoresultat	2.886	7.481

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	19.179	1.316
Likvider	19.179	1.316
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.239	3.285
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	159.342	146.422
Unoterede obligationer	670	0
Obligationer	163.251	149.707
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	43	0
Kapitalandele	43	0
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	2.735	3.325
Andre tilgodehavender	0	20
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	6.587	61
Andre aktiver	9.322	3.406
Aktiver	191.795	154.429
Passiver		
Medlemmernes formue	179.159	151.363
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	1.277	3.005
Afledte finansielle instrumenter	1.277	3.005
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	12	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	11.347	61
Anden gæld	11.359	61
Passiver	191.795	154.429

Emerging Markets Value Virksomhedsobligationer

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.		
Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	153.877	151.363		
Emissioner i perioden	24.780	24.727		
Indløsninger i perioden		0		
Emissionstillæg		183		
Indløsningsfradrag		0		
Periodens Resultat		2.886		
Medlemmernes formue (ultimo)	178.657	179.159		
Nøgletal 1				
	2015	2014		
Afkast (pct.)	1,95	6,07		
Benchmarkafkast (pct.)	3,16	6,19		
Indre værdi pr. andel	100,28	108,34		
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	2.886	7.481		
Cirkulerende kapital (t.kr.)	178.657	172.777		
Medlemmernes formue (t.kr.)	179.159	187.192		
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,75	0,77		
Sharpe Ratio Benchmark	0,96			
Volatilitet Benchmark i %	5,26			
	30.06.2015		31.12.2014	
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	162.624	90,8	149.707	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	19.849	11,1	1.316	0,9
Andre aktiver / Anden gæld	-2.037	-1,1	3.345	2,2
Fordelinger				
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	I pct.	I pct.	Geografisk fordeling	I pct.
Andre	3,04	1,18	Danmark	1,81
EM obl.	67,65	70,91	Fjernøsten ex. Japan	20,49
likvider m.m.	8,86	1,13	likvider m.m.	8,86
Virk. obl.	20,46	26,78	Mellemøsten & Afrika	3,29
			Nordamerika	16,65
			Nordeuropa	15,49
			Skandinavien	6,50
			Storbritannien	8,92
			Sydamerika	11,07
			Sydeuropa	0,00
			Østeuropa	6,91

■ High Yield Value Bonds Udb.

Beretning for halvåret 2015

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, hvilket vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med sund langsigtet indtjeningssevne og stærke balancer. Afdelingen kan investere i obligationer som ikke indgår i benchmark, men er underlagt en disciplineret risikostyring, som sikrer en veldiversificeret portefølje. Obligationsudvælgelsen sker ligeledes ud fra relative værdibetragtninger. Obligationerne udvælges i high yield-segmetet med ratings fra BB+ til CCC fra et anerkendt kreditvurderingsbureau såsom Moody's, Standard & Poor's eller tilsvarende. Derudover kan afdelingen investere en mindre del af midler i obligationer uden en officiel rating. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til DKK. EUR afdækkes som udgangspunkt ikke over for DKK.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -1,35 %, mens benchmark steg med 2,7 %. Resultatet er skuffende og lever således ikke op til forventningerne ved årsskiftet. Afdelingen fortsætter med at underperforme, hvilket fortsat skyldes efterslæbet fra sidste års allokering til energisektoren.oliepriserne er steget noget siden efterårets dramatiske fald, men fra et kreditperspektiv er sektoren stadig negativt påvirket, da bankernes udlån til energiselskaber stort set blev lukket i 2015. Mange mindre og mellemstore energiselskaber, som i de seneste år har udstedt dyre high yield-obligationer for at finansiere deres drift og balancer, har satset på at kunne refinansiere disse med billigere bankgæld i et prismiljø på +100 USD / per tønde. Men med oliepriser, der nu ligger i omegnen af USD 55-60 per tønde, er bankfinansiering ikke længere tilgængelig, og flere udstedere står nu over for en massiv refinansieringsrisiko ved obligationernes udløb. Mange af de store olieselskaber har skåret dramatisk i deres anlægsinvesteringer - op til omkring 35 milliarder USD i begyndelsen af året - hvilket bidrager til at forringe udsigterne for mange af afdelingens investeringer i mindre og mellemstore high yield-udstedere. Således har der været en række restruktureringer de seneste ni måneder, der har ført til kurstab og medvirket til afdelingens underperformance. På trods af de kortsigtede tab, har restruktureringerne resulteret i udstedere med mindre gældsbyrder, og afdelingens porteføljeformalere har søgt at skabe gode muligheder for attraktivt afkastpotentiale ved i visse tilfælde delvist at konvertere gæld til aktier.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens største investeringsområde er fortsat råvarer, herunder specielt selskaber i oliesektoren, og det er fortsat målsætningen at bringe andelen ned på samme niveau som det generelle marked for high yield-obligationer. Det er dog vigtigt at understrege, at dette skal gøres på en måde, der sikrer, 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. Afdelingen investerer efter value-strategien, og afkastet kan 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

Det globale vækstbillede for halvåret 2015 har været af blandet karakter. I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i sidste halvår af 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, dog er der flere signaler, som peger i den rigtige retning. Det er fortsat unionens sydeuropæiske medlemmer som kæmper med en række strukturelle problemer - hvor situationen i især Grækenland, siden Syrizas valgsejr i januar har udviklet sig til det værre. Grækenlands bruttogæld andrager på nuværende tidspunkt cirka 175 % af BNP, og det står efterhånden klart, at landet hverken kan eller vil servicere denne gældsbyrde. Det græske BNP udgør under 2 % af eurozonens BNP, så problemet burde være til at overskue for de europæiske gældsmarkeder. Indtil videre har vi kun set moderate udvidelser af rentespændene overfor tysk statsgæld i de øvrige sydeuropæiske lande. Den europæiske økonomi er på vej ind i en bedring, ligesom det europæiske banksystem er klart stærkere kapitaliseret på nuværende tidspunkt end ved eurokrisens udbrud i 2011. Dette betyder, at man langt nemmere vil kunne absorbere tabene fra et "hair cut" på græsk gæld. Desuden har udviklingen været ventet igennem efterhånden flere kvartaler. Hvis vi et øjeblik træder tilbage og betragter situationen uden støjen fra Grækenland, har de globale obligationsmarkeder fra april til slutningen af maj været præget af relativt store skift i renteforventninger og dertil hørende stejle rentekurver. Dette er normalt en god indikator for fremtidige vækstudsigter, hvilket vil kunne medføre, at renterne fortsat vil stige henover sommeren i takt med, at specielt den europæiske økonomi vil bedre sig. Med en varighed, der er kortere end benchmark samt en effektiv rente på 8 % i forhold til 6 % for benchmark, er afdelingen fornuftigt positioneret til at skabe et positivt afkast i andet halvår af 2015.

High Yield Value Bonds Udb.

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	95.149	153.687
Renteudgifter	-48	0
I alt renter og udbytter	95.101	153.687
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	74.061	14.884
Kapitalandele	-49.114	-16.763
Afledte finansielle instrumenter	-147.899	-16.998
Valutakonti	11.220	-2.728
Handelsomkostninger	822	1.165
I alt kursgevinster og -tab	-112.554	-22.770
I alt nettoindtægter	-17.453	130.917
Administrationsomkostninger	16.995	23.535
Resultat før skat	-34.448	107.382
Skat	2	0
Halvårets nettoresultat	-34.450	107.382

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	201.173	75.337
Likvider	201.173	75.337
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	53.322	68.243
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.974.103	2.173.980
Unoterede obligationer	13.391	0
Obligationer	2.040.816	2.242.223
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.921	0
Kapitalandele	7.921	0
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	36.790	51.150
Andre tilgodehavender	63	357
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	13.501	0
Andre aktiver	50.354	51.507
Aktiver	2.300.264	2.369.067
Passiver		
Medlemmernes formue	2.213.098	2.333.952
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	14.364	35.114
Afledte finansielle instrumenter	14.364	35.114
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	17	1
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	72.785	0
Anden gæld	72.802	1
Passiver	2.300.264	2.369.067

High Yield Value Bonds Udb.

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	3.042.454	2.333.952			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-121.698			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		4.798			
Emissioner i perioden	206.685	147.741			
Indløsninger i perioden	-159.391	-118.309			
Emissionstillæg		451			
Indløsningsfradrag		613			
Periodens Resultat		-34.450			
Medlemmernes formue (ultimo)	3.089.748	2.213.098			
Nøgletal 1					
	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	-1,35	3,64	-0,24	10,79	4,89
Benchmarkafkast (pct.)	2,70	5,69	0,78	7,81	5,02
Indre værdi pr. andel	71,63	95,49	98,89	94,56	108,59
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-34.450	107.382	-8.618	158.615	33.629
Cirkulerende kapital (t.kr.)	3.089.748	3.420.754	2.484.482	1.984.281	1.100.274
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.213.098	3.266.459	2.456.801	1.876.282	1.194.820
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,76	0,75	0,75	0,76	0,76
Sharpe Ratio Benchmark	1,19				
Sharpe Ratio Afdeling	0,17				
Volatilitet Benchmark i %	6,18				
Volatilitet Afdeling i %	10,51				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.035.346	92,0	2.242.223	96,1	
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	214.564	9,7	75.337	3,2	
Andre aktiver / Anden gæld	-22.448	-1,0	51.506	2,2	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	-0,04	0,00	Danmark	2,41	2,91
Energi	23,69	28,99	Fjernøsten ex. Japan	5,48	5,43
Finans	24,56	25,28	likvider m.m.	7,43	4,16
Forbrugsgoder	6,09	6,30	Mellemøsten & Afrika	1,31	4,04
Forsyning	0,95	0,29	Nordamerika	23,05	17,65
Industri	17,46	20,25	Nordeuropa	7,46	10,46
IT	0,33	0,37	Skandinavien	16,38	17,82
Konsumentvarer	1,91	0,14	Storbritannien	22,67	23,78
likvider m.m.	6,42	4,16	Sydamerika	0,28	0,24
Materialer	8,26	9,44	Sydeuropa	12,95	13,04
Sundhedspleje	5,07	0,26	Østeuropa	0,58	0,47
Telekommunikation	5,29	4,52			

■ Indeksobligationer

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

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

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer primært i udenlandske indeksobligationer. Det bemærkes, at der er restriktioner på afdelingen i den forstand, at varigheden i afdelingen kan afvige fra varigheden i benchmark med +/- 3. Da varigheden er forholdsvis høj i benchmark, svarer renterisikoen til en afdeling med lange danske obligationer.

Valutarisiko bliver i al væsentlighed afdækket. Valutaeksponering i EUR afdækkes under normale omstændigheder ikke over for DKK.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -1 %, mens benchmark steg med 0,1 %. Afdelingens afkast er således ikke tilfredsstillende i forhold til forventningerne ved årsskiftet, og ikke tilfredsstillende i forhold til afkastet i benchmarket. Afdelingen gik ind i 2015 med en lidt højere varighed end benchmark, da forventningen var, at rentestigninger først ville ske senere på året. Dette scenarie udspillede sig også i hele januar måned, hvor de amerikanske 10-årige statsrenter faldt fra 2,17 % til 1,64 %. De tilsvarende renter i England faldt fra 1,76 % til 1,33 % i samme periode. Afdelingen outperformede tilsvarende. I slutningen af januar blev jobtallene i USA offentliggjort og selvom tallene egentlig var middelmådige, fortolkede markedet tallene meget positivt for den amerikanske økonomi. De amerikanske 10-årige statsrenter steg fra 1,64 % til 2,24 % i løbet af de efterfølgende seks uger.

Hvad angår realiseret inflation er tallene stadig relativt lave for USA. Hvis man ser på det amerikanske CPI indeks er det steget fra 1,60 % (årlig stigning) i begyndelsen af året til 1,70 % i slutningen af maj (sidste opdateret tal). Markedets forventninger til fremtidig amerikansk inflation kan måles i swapmarkedet og typisk ser man på den fremtidige inflation "startende om 5 år og 5 år frem". Den steg beskedent fra 2,30 % i begyndelsen af året til 2,41 % ved halvåret.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer globalt. De største afvigelser i afdelingen i forhold til benchmark er undervægt i USA, England, Frankrig og Italien.

Forventninger

Ved årsskiftet var forventningerne, at den amerikanske centralbank ville hæve renterne sent i andet halvår 2015. Det er stadig meldingen fra den amerikanske centralbank (FED) og det er stadig vores hovedscenarie. Men der er fare for, at FED bliver tvunget til at vente med den første rentestigning, hvis der er en opbremsning på arbejdsmarkedet og/eller lavere realiserede inflationstal. Markedet forventer generelt ikke, at FED hæver renterne i samme takt som centralbanken selv forventer. Hvis ikke FED hæver renterne i andet halvår, vil afkastet blive positivt for afdelingen. Hvis derimod FED hæver renterne kan afkastet blive negativt i andet halvår.

Indeksobligationer

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	2.888	4.398
Renteudgifter	-5	0
I alt renter og udbytter	2.883	4.398
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	37.280	35.942
Afledte finansielle instrumenter	-43.181	-12.223
Valutakonti	-21	199
Handelsomkostninger	464	380
I alt kursgevinster og -tab	-6.386	23.538
I alt nettoindtægter	-3.503	27.936
Administrationsomkostninger	1.394	1.638
Resultat før skat	-4.897	26.298
Skat	0	89
Halvårets nettoresultat	-4.897	26.209

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	31.011	12.343
Likvider	31.011	12.343
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.182	2.135
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	484.429	540.205
Obligationer	486.611	542.340
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.867	1.684
Andre tilgodehavender	5	0
Andre aktiver	1.872	1.684
Aktiver	519.494	556.367
Passiver		
Medlemmernes formue	511.051	541.865
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	5.140	10.497
Afledte finansielle instrumenter	5.140	10.497
Anden gæld		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.303	4.005
Anden gæld	3.303	4.005
Passiver	519.494	556.367

Indeksobligationer

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	403.843	541.865			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0			
Emissioner i perioden	24.900	33.982			
Indløsninger i perioden	-44.000	-60.213			
Emissionstillæg		113			
Indløsningsfradrag		201			
Periodens Resultat		-4.897			
Medlemmernes formue (ultimo)	384.743	511.051			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	-1,00	4,46	-4,76	1,32	3,14
Benchmarkafkast (pct.)	0,10	5,36	-4,82	2,81	4,66
Indre værdi pr. andel	132,83	129,01	134,58	144,81	135,10
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-4.897	26.209	-37.469	11.445	15.482
Cirkulerende kapital (t.kr.)	384.743	441.844	596.003	655.701	593.898
Medlemmernes formue (t.kr.)	511.051	570.028	802.107	949.528	802.340
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,26	0,27	0,28	0,28	0,21
Sharpe Ratio Benchmark	0,80				
Sharpe Ratio Afdeling	0,54				
Volatilitet Benchmark i %	4,80				
Volatilitet Afdeling i %	4,76				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	486.611	95,2	542.340	100,1	
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	31.011	6,1	12.343	2,3	
Andre aktiver / Anden gæld	-1.431	-0,3	-2.321	-0,4	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
likvider m.m.	4,78	-0,09	Danmark	0,43	0,39
stater	95,22	100,09	Fjernøsten ex. Japan	2,30	2,19
			Japan	1,79	1,59
			likvider m.m.	4,78	-0,09
			Nordamerika	43,47	48,95
			Nordeuropa	4,88	0,23
			Skandinavien	0,69	1,92
			Storbritannien	27,31	36,22
			Sydeuropa	14,36	8,59

■ Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	14.10.2012
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, hvilket vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningsevne og stærke balancer. Afdelingen kan investere i obligationer, som ikke indgår i benchmark, men er underlagt en disciplineret risikostyring, som sikrer en veldiversificeret portefølje. Virksomhedsobligationerne udvælges i investment grade segmentet svarende til en rating på minimum Baa3/BBB- fra et officielt kreditvurderingsbureau som Standard & Poor's, Moody's eller tilsvarende. Dog kan en mindre del af virksomhedsobligationerne være uden en officiel rating eller have en rating under Baa3/BBB-, såfremt der sker en nedgradering af den pågældende virksomhedsobligation efter investeringstidspunktet. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til DKK. EUR afdækkes som udgangspunkt ikke over for DKK.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret et afkast på 0,27 %, mens benchmark faldt -0,89 %. Resultatet er isoleret set ikke tilfredsstillende i forhold til de forventninger, der var ved helåret, men sammenholdt med benchmark og volatiliteten i de lange renter taget i betragtning, er vi tilfredse. Afdelingen har mulighed for at afdække 50 % af renterisikoen ved brug af futures. Denne strategi har især været effektiv i første halvdel af 2015, hvor stigende optimisme i Europa fik de lange renter til at stige voldsomt i slutningen af kvartalet.

Det største investeringsområde er fortsat Europa og set i forhold til årets start er kreditspændene i Europa udvidet, så IBOXX indekset steg med 17bp til 92bp for finansielle udstedere og med 10bp til 76bp for ikke-finansielle udstedere. Spændudvidelsen knytter sig til den tilspidsede situation omkring Grækenland, hvorimod kreditkvaliteten i virksomhederne generelt er forbedret gennem konsolidering og effektiviseringer. Den økonomisk/politiske udvikling i Europa vil derfor fortsat have særlig stor betydning for afdelingens fremtidige afkast.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer globalt, herunder emerging markets. Afdelingen har en mindre overvægt inden for emerging markets, hvorfor udviklingen her også vil have betydning for afdelingens fremtidige afkast. Afdelingen afdækker delvist renterisiko for at beskytte afkastet mod stigende statsrenter. Hvis statsrenterne mod forventning falder væsentligt, vil det have negativ betydning for afdelingens afkast. Afdelingen investerer efter value-strategien, og afkastet kan derfor 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

Da renterne forventes at stige i USA i modsætning til de europæiske renter på grund af ECBs kvantitative lempelser, vil afdelingen fortsat være overvægtet i længere euro-denomineret gæld og undervægtet i dollar-denomineret gæld. Til gengæld ventes overvægten af europæiske udstedere at blive nedbragt til fordel for blandt andre nordamerikanske udstedere. Allokeringen til den finansielle sektor er vigtig, idet denne udgør knap 40 % af benchmark. Vi fortsætter med at allokere investeringerne mod forskellige dele af kapitalstrukturen i store finansielle institutioner. Allokeringen mod 'legacy bonds' (gamle finansudstedelser der ikke tæller med under de nye solvensregler) har været effektiv gennem 1. halvår 2015.

Vi venter, at den politiske usikkerhed vil præge resten af året, men også at virksomhederne fortsat forbedrer deres balancer og effektivitet. Desuden ventes centralbankerne at fastholde en relativ lempelig pengepolitik specielt i Europa, så længe inflationsforventningerne er lave og den økonomiske vækst moderat. Det åbner mulighed for fornyet spændingsnævring, hvilket imidlertid helt eller delvist kan blive spist op af stigende renter, specielt i USA hvor centralbanken har reduceret støtteopkøbene i obligationsmarkedet, og forbedringer på arbejdsmarkedet kan afføde renteforhøjelser. Vi vil derfor fortsat benytte rentefutures til at beskytte afkastet mod rentestigninger. Vi er opmærksomme på udviklingen i Kina, hvor økonomien viser tydelige tegn på overophedning. Samtidig vil vi fortsætte med at maksimere afkastet ved at investere i relativt mindre obligationsudstedelser, men for at minimere risikoen for at blive fanget i meget populære udstedelser samt reducere tracking error vil porteføljen være mere balanceret ud fra et likviditetsperspektiv. Vi forventer en positiv afkastudvikling i resten af 2015 og et samlet afkast for hele 2015, som er bedre end benchmark.

Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	45.077	21.302
Renteudgifter	-81	0
I alt renter og udbytter	44.996	21.302
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	54.236	53.670
Afledte finansielle instrumenter	-102.346	-22.063
Valutakonti	2.534	-89
Handelsomkostninger	453	593
I alt kursgevinster og -tab	-46.029	30.925
I alt nettoindtægter	-1.033	52.227
Administrationsomkostninger	13.110	6.934
Resultat før skat	-14.143	45.293
Skat	0	27
Halvårets nettoresultat	-14.143	45.320

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	169.757	131.044
Likvider	169.757	131.044
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	93.042	89.471
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.230.249	1.789.240
Obligationer	2.323.291	1.878.711
Afledte finansielle instrumenter		
Noterede afledte finansielle instrumenter	1.659	191
Afledte finansielle instrumenter	1.659	191
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	32.259	35.647
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	49.920	1.086
Andre aktiver	82.179	36.733
Aktiver	2.576.886	2.046.679
Passiver		
Medlemmernes formue	2.459.107	2.020.253
Afledte finansielle instrumenter		
Noterede afledte finansielle instrumenter	1.534	4.588
Unoterede afledte finansielle instrumenter	14.349	21.710
Afledte finansielle instrumenter	15.883	26.298
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	137	128
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	101.759	0
Anden gæld	101.896	128
Passiver	2.576.886	2.046.679

Investment Grade Value Bonds Udb. - All Countries

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.		
Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	1.888.416	2.020.253		
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		
Emissioner i perioden	416.927	450.899		
Indløsninger i perioden		0		
Emissionstillæg		2.098		
Periodens Resultat		-14.143		
Medlemmernes formue (ultimo)	2.305.343	2.459.107		
Nøgletal 1				
	2015	2014	2013	
Afkast (pct.)	-0,29	4,91	0,24	
Benchmarkafkast (pct.)	-0,89	5,18	-2,17	
Indre værdi pr. andel	106,67	106,73	103,50	
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-14.143	45.320	-2.947	
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.305.343	1.411.486	374.898	
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.459.107	1.506.531	388.031	
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,57	0,63	0,63	
Sharpe Ratio Benchmark	1,15			
Volatilitet Benchmark i %	3,62			
	30.06.2015		31.12.2014	
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.323.291	94,5	1.878.711	93,0
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	171.416	7,0	131.235	6,5
Andre aktiver / Anden gæld	-19.717	-0,8	36.605	1,8
Fordelinger				
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.
Andre	1,32	1,90	Danmark	3,78
EM obl.	12,21	12,61	Fjernøsten ex. Japan	1,74
likvider m.m.	5,52	7,01	likvider m.m.	5,52
stater	0,55	0,00	Nordamerika	28,77
Virk. obl.	80,40	78,49	Nordeuropa	21,95
			Skandinavien	8,91
			Storbritannien	15,27
			Sydamerika	1,59
			Sydeuropa	12,47
				17,16

■ Korte Obligationer

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -0,43 %, mens benchmark steg med 0,36 %. Afdelingens afkast er – på trods af det lave renteniveau ved indgangen til 2015 – utilfredsstillende i både relative og absolutte termer og under niveauet for de forventninger, der blev meddelt i årsrapporten for 2014.

Det danske stats- og realkreditmarked har været præget af store kursudsving gennem 1. halvår af 2015. Fra årets start og frem til midten af februar faldt renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 0,80 % til kun 0,05 %. Rentefaldet var primært drevet af, at den sveiziske centralbank den 15. januar overraskede de finansielle markeder ved at droppe valutaloftet på den sveiziske franc i forhold til euroen, og det var sekundært drevet af, at ECB den 22. januar annoncerede et massivt opkøbsprogram for europæiske statsobligationer. De finansielle markeder begyndte nemlig at spekulere i, at Danmark måske også kunne blive presset til at droppe fastkurspolitikken, og som modsvar handlede Nationalbanken med en blanding af valutaintervention og rentenedsættelser samt ved at stoppe for udstedelsen af statsobligationer. De efterfølgende to måneder var kendetegnet ved noget mere stabilitet, eftersom Nationalbanken "vandt første runde af kampen mod spekulanterne" i midten af februar måned, hvorefter det opadgående pres på danske kroner aftog gradvist. Fra midten af april og frem til midten af juni måned steg renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 1% til over 1,10 %. I vores øjne var rentestigningen primært drevet af forbedrede makroøkonomiske udsigter for Europa. Konsensusforventningen til den årlige europæiske BNP-vækst er steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på 1,50 % for 2015 (op fra 1,10 % i januar), og baseret på prisingen af inflationsswaps er forventningen til den gennemsnitlige årlige europæiske inflationsrate "startende om 5 år og 5 år frem" ligeledes steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på over 1,80 % (op fra 1,60 % i januar). Renten på den 10-årige danske statsobligation faldt dog efterfølgende lidt tilbage og sluttede halvåret lige under 1 %. Samlet set var 1. halvår af 2015 således et hårdt år for danske obligationer. Stats- og rentetilpasningsobligationer med løbetider ud til tre år gav positive afkast på 0,20-0,50 % qua de faldende renter i den korte ende af kurven. Variabelt forrentede obligationer gav positive afkast på 0-0,5%, dels pga. den lave renterisiko og dels pga. indførelsen af en nedre grænse for kuponfastsættelsen på 0. Stort set alle andre danske obligationer gav negative afkast. Høj kupon konverterbare obligationer (f.eks. 4 %'41 og 5 %'38) gav overordnet set negative afkast på 0-1,25 %, dog med en stor variation mellem kuponer, løbetider og udstedere. Statsobligationer, rentetilpasningsobligationer og lavkuponkonverterbare obligationer med varigheder på 6-7 år gav negative afkast i størrelsesordenen af 0,75 %, 2,50 % og 3,50 %.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på disse obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Denne mulighed har dog ikke været udnyttet siden frasalget af beholdningen af tyske og finske statsobligationer sidste år. Afdelingen har til gengæld en mindre eksponering mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks, og derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer – og dermed fra benchmark – pga. indeksobligationers direkte kobling til inflation.

Forventninger

Vi ser argumenter for både stigende og faldende renter. I Danmark kan vi godt forestille os, at Nationalbanken hæver indskudsbevisrenten til måske -0,50 % fra -0,75 %, om end det næppe vil have den store betydning for obligationsmarkedet. Den primære risiko for markante rentestigninger kommer fra USA, hvor der er en risiko for, at den amerikanske centralbank hæver renterne hurtigere og kraftigere, end markedet forventer. Der er imidlertid også forhold, som taler for faldende renter, herunder primært den tiltagende politiske usikkerhed omkring Grækenlands medlemskab af eurosamarbejdet, og sekundært makroøkonomiske følger af sommerens markante kursfald på det kinesiske aktiemarked. Vi forventer, at afdelingen vil give et afkast i størrelsesordenen af +0,50 % i 2. halvår 2015.

Korte Obligationer

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	60.384	70.554
Renteudgifter	-118	0
I alt renter og udbytter	60.266	70.554
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-71.169	44.988
Valutakonti	-3	-1
Handelsomkostninger	9	5
I alt kursgevinster og -tab	-71.181	44.982
I alt nettoindtægter	-10.915	115.536
Administrationsomkostninger	9.968	13.027
Resultat før skat	-20.883	102.509
Halvårets nettoresultat	-20.883	102.509

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	29.584	16.928
Likvider	29.584	16.928
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.963.856	5.303.746
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	267.957	178.513
Obligationer	5.231.813	5.482.259
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	42.456	55.986
Andre tilgodehavender	11	19
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	50.855	145.300
Andre aktiver	93.322	201.305
Aktiver	5.354.719	5.700.492
Passiver		
Medlemmernes formue	5.050.391	5.375.643
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	3	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	304.325	324.849
Anden gæld	304.328	324.849
Passiver	5.354.719	5.700.492

Korte Obligationer

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	4.639.102	5.375.643			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-111.338			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		5.001			
Emissioner i perioden	86.350	98.293			
Indløsninger i perioden	-256.369	-296.537			
Emissionstillæg		19			
Indløsningsfradrag		193			
Periodens Resultat		-20.883			
Medlemmernes formue (ultimo)	4.469.083	5.050.391			
Nøgletal 1					
	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	-0,43	1,76	-0,14	1,29	0,44
Benchmarkafkast (pct.)	0,36	0,83	-0,84	0,52	-0,09
Indre værdi pr. andel	113,01	115,63	114,96	116,27	112,69
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-20.883	102.509	-9.423	63.200	25.401
Cirkulerende kapital (t.kr.)	4.469.083	4.876.303	5.467.807	5.584.780	5.120.977
Medlemmernes formue (t.kr.)	5.050.391	5.638.566	6.285.518	6.493.363	5.770.935
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,19	0,23	0,22	0,23	0,22
Sharpe Ratio Benchmark	0,66				
Sharpe Ratio Afdeling	1,09				
Volatilitet Benchmark i %	1,70				
Volatilitet Afdeling i %	1,60				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	5.231.813	103,6	5.482.259	102,0	
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	29.584	0,6	16.928	0,3	
Andre aktiver / Anden gæld	-211.006	-4,2	-123.544	-2,3	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
Andre	0,74	0,93	Danmark	98,29	96,42
Inkonv. obl.	66,55	61,80	likvider m.m.	-3,59	-1,98
Konv. obl.	20,93	24,18	Skandinavien	5,31	5,56
likvider m.m.	-3,59	-1,98			
stater	15,37	15,08			

■ Lange Obligationer

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -1,9 %, mens benchmark faldt med -0,69 %. Afdelingens afkast er – på trods af det lave renteniveau ved indgangen til 2015 – utilfredsstillende i både relative og absolutte termer og under niveauet for de forventninger, der blev meddelt i årsrapporten for 2014. Det danske stats- og realkreditmarked har været præget af store kursudsving gennem 1. halvår af 2015. Fra årets start og frem til midten af februar faldt renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 0,80 % til kun 0,05 %. Rentefaldet var primært drevet af, at den sveiziske centralbank den 15. januar overraskede de finansielle markeder ved at droppe valutaloftet på den sveiziske franc i forhold til euroen, og det var sekundært drevet af, at ECB den 22. januar annoncerede et massivt opkøbsprogram for europæiske statsobligationer. De finansielle markeder begyndte nemlig at spekulere i, at Danmark måske også kunne blive presset til at droppe fastkurspolitikken, og som modsvar handlede Nationalbanken med en blanding af valutaintervention og rentenedsættelser samt ved at stoppe for udstedelsen af statsobligationer. De efterfølgende to måneder var kendetegnet ved noget mere stabilitet, eftersom Nationalbanken "vandt første runde af kampen mod spekulanterne" i midten af februar måned, hvorefter det opadgående pres på danske kroner aftog gradvist. Fra midten af april og frem til midten af juni måned steg renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 1 % til over 1,10 %. I vores øjne var rentestigningen primært drevet af forbedrede makroøkonomiske udsigter for Europa. Konsensusforventningen til den årlige europæiske BNP-vækst er steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på 1,50 % for 2015 (op fra 1,10 % i januar), og baseret på prisningen af inflationsswaps er forventningen til den gennemsnitlige årlige europæiske inflationsrate "startende om 5 år og 5 år frem" ligeledes steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på over 1,80 % (op fra 1,60 % i januar). Renten på den 10-årige danske statsobligation faldt dog efterfølgende lidt tilbage og sluttede halvåret lige under 1 %. Samlet set var 1. halvår af 2015 således et hårdt år for danske obligationer. Stats- og rentetilpasningsobligationer med løbetider ud til tre år gav positive afkast på 0,20 -0,50 % qua de faldende renter i den korte ende af kurven. Variabelt forentede obligationer gav positive afkast på 0-0,50 %, dels pga. den lave renterisiko og dels pga. indførelsen af en nedre grænse for kuponfastsættelsen på 0. Stort set alle andre danske obligationer gav negative afkast. Høj kupon konverterbare obligationer (f.eks. 4 %'41 og 5 %'38) gav overordnet set negative afkast på 0-1,25 %, dog med en stor variation mellem kuponer, løbetider og udstedere. Statsobligationer, rentetilpasningsobligationer og lavkuponkonverterbare obligationer med varigheder på 6-7 år gav negative afkast i størrelsesordenen af 0,75 %, 2,50 % og 3,50 %.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på disse obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Ved indgangen til 2015 var knap 4 % af formuen placeret i 30-årige tyske statsobligationer. Som følge af usikkerheden omkring det fremtidige rentespænd mellem danske og tyske statsobligationer har afdelingen frasolgt positionen for at eliminere denne afvigelse fra benchmark. Til gengæld holder afdelingen fast i eksponeringen mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks, og derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer – og dermed fra benchmark – pga. indeksobligationers direkte kobling til inflation.

Forventninger

Vi ser argumenter for både stigende og faldende renter. I Danmark kan vi godt forestille os, at Nationalbanken hæver indskudsbevisrenten til måske -0,50 % fra -0,75 %, om end det næppe vil have den store betydning for obligationsmarkedet. Den primære risiko for markante rentestigninger kommer fra USA, hvor der er en risiko for, at den amerikanske centralbank hæver renterne hurtigere og kraftigere, end markedet forventer. Der er imidlertid også forhold, som taler for faldende renter, herunder primært den tiltagende politiske usikkerhed omkring Grækenlands medlemskab af eurosamarbejdet, og sekundært makroøkonomiske følgevirkninger fra sommerens markante kursfald på det kinesiske aktiemarked. Vi forventer, at afdelingen vil give et afkast i størrelsesordenen af 1,00 % i 2. halvår 2015.

Lange Obligationer

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	47.707	52.424
Renteudgifter	-98	0
I alt renter og udbytter	47.609	52.424
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-116.538	139.815
Valutakonti	-17	-11
Handelsomkostninger	7	12
I alt kursgevinster og -tab	-116.562	139.792
I alt nettoindtægter	-68.953	192.216
Administrationsomkostninger	11.407	12.320
Resultat før skat	-80.360	179.896
Halvårets nettoresultat	-80.360	179.896

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	146.340	4.251
Likvider	146.340	4.251
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.011.701	3.819.362
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	46.733	186.068
Obligationer	4.058.434	4.005.430
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	35.220	49.065
Andre tilgodehavender	0	3
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	62.467	3.528
Andre aktiver	97.687	52.596
Aktiver	4.302.461	4.062.277
Passiver		
Medlemmernes formue	4.086.219	3.912.843
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	10	26
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	216.232	149.408
Anden gæld	216.242	149.434
Passiver	4.302.461	4.062.277

Lange Obligationer

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	3.235.438	3.912.843			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-145.595			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		5.254			
Emissioner i perioden	603.851	714.692			
Indløsninger i perioden	-265.260	-321.572			
Emissionstillæg		675			
Indløsningsfradrag		282			
Periodens Resultat		-80.360			
Medlemmernes formue (ultimo)	3.574.029	4.086.219			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	-1,90	4,88	-1,41	2,13	0,04
Benchmarkafkast (pct.)	-0,69	3,94	-2,45	1,16	-0,22
Indre værdi pr. andel	114,33	116,62	115,76	119,81	110,57
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-80.360	179.896	-63.488	75.399	1.601
Cirkulerende kapital (t.kr.)	3.574.029	3.330.038	3.672.755	3.855.050	3.195.071
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.086.219	3.883.383	4.251.704	4.618.917	3.532.874
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,28	0,33	0,33	0,33	0,33
Sharpe Ratio Benchmark	0,73				
Sharpe Ratio Afdeling	0,82				
Volatilitet Benchmark i %	4,89				
Volatilitet Afdeling i %	4,32				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	4.058.434	99,3	4.005.430	102,4	
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	146.340	3,6	4.251	0,1	
Andre aktiver / Anden gæld	-118.555	-2,9	-96.838	-2,5	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
Inkonv. obl.	53,88	51,40	Danmark	98,21	97,61
Konv. obl.	26,77	23,89	likvider m.m.	0,65	-2,37
likvider m.m.	0,65	-2,37	Nordeuropa	0,00	3,56
stater	18,70	27,08	Skandinavien	1,14	1,19

■ Mellemlange Obligationer

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -0,83 %, mens benchmark faldt med -0,16 %. Afdelingens afkast er – på trods af det lave renteniveau ved indgangen til 2015 – tilfredsstillende i både relative og absolutte termer og under niveauet for de forventninger, der blev meddelt i årsrapporten for 2014.

Det danske stats- og realkreditmarked har været præget af store kursudsving gennem 1. halvår af 2015. Fra årets start og frem til midten af februar faldt renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 0,80 % til kun 0,05 %. Rentefaldet var primært drevet af, at den sveiziske centralbank den 15. januar overraskede de finansielle markeder ved at droppe valutaloftet på den sveiziske franc i forhold til euroen, og det var sekundært drevet af, at ECB den 22. januar annoncerede et massivt opkøbsprogram for europæiske statsobligationer. De finansielle markeder begyndte nemlig at spekulere i, at Danmark måske også kunne blive presset til at droppe fastkurspolitikken, og som modsvar handlede Nationalbanken med en blanding af valutaintervention og rentenedsættelser samt ved at stoppe for udstedelsen af statsobligationer. De efterfølgende to måneder var kendetegnet ved noget mere stabilitet, eftersom Nationalbanken "vandt første runde af kampen mod spekulanterne" i midten af februar måned, hvorefter det opadgående pres på danske kroner aftog gradvist. Fra midten af april og frem til midten af juni måned steg renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 1 % til over 1,10 %. I vores øjne var rentestigningen primært drevet af forbedrede makroøkonomiske udsigter for Europa. Konsensusforventningen til den årlige europæiske BNP-vækst er steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på 1,50 % for 2015 (op fra 1,10 % i januar), og baseret på prisingen af inflationsswaps er forventningen til den gennemsnitlige årlige europæiske inflationsrate "startende om 5 år og 5 år frem" ligeledes steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på over 1,80 % (op fra 1,60 % i januar). Renten på den 10-årige danske statsobligation faldt dog efterfølgende lidt tilbage og sluttede halvåret lige under 1 %. Samlet set var 1. halvår af 2015 således et hårdt år for danske obligationer. Stats- og rentetilpasningsobligationer med løbetider ud til tre år gav positive afkast på 0,20-0,50 % qua de faldende renter i den korte ende af kurven. Variabelt forrentede obligationer gav positive afkast på 0-0,50 %, dels pga. den lave renterisiko og dels pga. indførelsen af en nedre grænse for kuponfastsættelsen på 0. Stort set alle andre danske obligationer gav negative afkast. Høj kupon konverterbare obligationer (f.eks. 4 %'41 og 5 %'38) gav overordnet set negative afkast på 0-1,25 %, dog med en stor variation mellem kuponer, løbetider og udstedere. Statsobligationer, rentetilpasningsobligationer og lavkuponkonverterbare obligationer med varigheder på 6-7 år gav negative afkast i størrelsesordenen af 0,75 %, 2,50 % og 3,50 %.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på disse obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Denne mulighed har dog ikke været udnyttet siden frasalget af beholdningen af danske statsobligationer sidste år. Afdelingen har til gengæld en mindre eksponering mod danske indeksobligationer, hvor hovedstolen opskrives i takt med det danske forbrugerprisindeks, og derved afviger afdelingens afkast marginalt fra nominelle obligationer – og dermed fra benchmark – pga. indeksobligationers direkte kobling til inflation.

Forventninger

Vi ser argumenter for både stigende og faldende renter. I Danmark kan vi godt forestille os, at Nationalbanken hæver indskudsbevisrenten til måske -0,50 % fra -0,75 %, om end det næppe vil have den store betydning for obligationsmarkedet. Den primære risiko for markante rentestigninger kommer fra USA, hvor der er en risiko for, at den amerikanske centralbank hæver renterne hurtigere og kraftigere, end markedet forventer. Der er imidlertid også forhold, som taler for faldende renter, herunder primært den tiltagende politiske usikkerhed omkring Grækenlands medlemskab af eurosamarbejdet, og sekundært makroøkonomiske følgevirkninger fra sommerens markante kursfald på det kinesiske aktiemarked.

Vi forventer, at afdelingen vil give et afkast i størrelsesordenen af +0,75 % i 2. halvår 2015.

Mellemlange Obligationer

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	85.353	101.104
Renteudgifter	-178	0
I alt renter og udbytter	85.175	101.104
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-118.773	163.741
Valutakonti	-6	-8
Handelsomkostninger	5	5
I alt kursgevinster og -tab	-118.784	163.728
I alt nettoindtægter	-33.609	264.832
Administrationsomkostninger	17.114	20.466
Resultat før skat	-50.723	244.366
Halvårets nettoresultat	-50.723	244.366

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	23.460	18.254
Likvider	23.460	18.254
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	6.258.792	7.213.807
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	55.717	55.512
Obligationer	6.314.509	7.269.319
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	57.299	94.705
Andre tilgodehavender	302	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	125.477	152.937
Andre aktiver	183.078	247.642
Aktiver	6.521.047	7.535.215
Passiver		
Medlemmernes formue	6.123.747	7.115.145
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	12	44
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	397.288	420.026
Anden gæld	397.300	420.070
Passiver	6.521.047	7.535.215

Mellemlange Obligationer

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	6.102.478	7.115.145			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-219.689			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		4.265			
Emissioner i perioden	402.315	462.026			
Indløsninger i perioden	-1.042.485	-1.188.824			
Emissionstillæg		514			
Indløsningsfradrag		1.033			
Periodens Resultat		-50.723			
Medlemmernes formue (ultimo)	5.462.308	6.123.747			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	-0,83	3,32	-0,68	1,71	0,38
Benchmarkafkast (pct.)	-0,16	2,71	-1,74	1,05	0,02
Indre værdi pr. andel	112,11	114,73	113,42	115,43	108,38
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-50.723	244.366	-58.834	88.239	19.022
Cirkulerende kapital (t.kr.)	5.462.308	6.284.078	7.059.771	7.322.766	4.651.876
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.123.747	7.209.832	8.007.410	8.452.439	5.041.622
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,24	0,28	0,28	0,28	0,27
Sharpe Ratio Benchmark	0,78				
Sharpe Ratio Afdeling	0,92				
Volatilitet Benchmark i %	3,33				
Volatilitet Afdeling i %	3,00				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	6.314.509	103,1	7.269.319	102,2	
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	23.460	0,4	18.254	0,3	
Andre aktiver / Anden gæld	-214.222	-3,5	-172.428	-2,4	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	I pct.	I pct.	Geografisk fordeling	I pct.	I pct.
Andre	0,82	0,75	Danmark	101,52	100,79
Inkonv. obl.	63,74	63,05	likvider m.m.	-3,12	-2,17
Konv. obl.	23,07	20,66	Nordeuropa	0,69	0,60
likvider m.m.	-3,12	-2,17	Skandinavien	0,91	0,78
stater	15,49	17,70			

■ Nye Obligationsmarkeder

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	01.10.1999
Investeringskoncept:	Rente
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 statejede 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 statejede 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 afdelingens benchmark JP Morgans EMBI Global Diversified (DKK hedged), hvor allokeringen altid sker ud fra et langsigtet perspektiv. Afdelingens markedsværdi i hvert land må ikke ved en aktiv investering afvige fra et lands vægt i benchmark med mere end +/- 3 procentpoint. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til DKK. Valutaeksponering i EUR afdækkes under normale omstændigheder ikke over for DKK.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 1,99 %, mens benchmark steg med 1,12 %. Afkastet i afdelingen er positivt i forhold til forventningerne, der blev meldt ud i årsrapporten for 2014, og således også tilfredsstillende set i forhold til benchmark. De amerikanske 10-årige statsrenter steg over perioden fra 2,17 % til 2,35 % med en betydelig volatilitet, hvor renterne var nede i 1,64 % i slutningen af januar. De stigende renter har medvirket til at sætte obligationskursene under pres, men indtægter fra rentekuponer bidrog mere positivt, hvilket forklarer det positive afkast.

Som omtalt i årsrapporten for 2014 har den faldende oliepris sat flere olieproducerende lande under pres herunder Rusland, Colombia, Ecuador og Venezuela. Den faldende oliepris er naturligvis negativt for olieproducerende lande, men omvendt positivt for olieimporterende lande såsom Indien og Tyrkiet. Venezuela er især ramt som olieproducerende land, da de fleste indtægter i økonomien stammer fra olie-relaterede aktiviteter. Landet overlever - stort set - på grund af lån stillet til rådighed af Kina.

Den geopolitiske situation i Rusland er blevet mindre markant henover halvåret. Konflikten eksisterer stadig, men det er tydeligt, at Ruslands præsident ønsker at minimere det internationale pres. Det er blevet mere og mere klart for udenlandske kreditorer og IMF, at Ukraine har brug for at restrukturere gældsprofilen, hvis landet skal have en chance for at servicere gælden i fremtiden. Der vil højst sandsynligt komme en løsning med kreditorerne i starten af næste halvår.

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

Vi forventer, at den amerikanske centralbank hæver renterne i sidste del af halvåret 2015. Der er stadig en sandsynlighed for, at den amerikanske centralbank bliver nødt til at vente med at hæve renterne, hvis de økonomiske nøgletal skuffer. Hvis den amerikanske centralbank hæver renterne i halvåret 2015, vil det sætte direkte pres på aktivklassen, da obligationerne i denne afdeling er udstedt på den amerikanske statskurve. Herudover vil det højst sandsynligt sætte en dæmper på risikovilligheden i markedet generelt og dette vil sætte yderligere pres på aktivklassen. Vi forventer dog stadig, at afdelingen kan give et positivt afkast i sidste halvår 2015.

Nye Obligationsmarkeder

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	17.752	19.058
Renteudgifter	-5	0
I alt renter og udbytter	17.747	19.058
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	51.011	43.768
Afledte finansielle instrumenter	-54.014	-4.332
Valutakonti	1.023	289
Handelsomkostninger	447	193
I alt kursgevinster og -tab	-2.427	39.532
I alt nettoindtægter	15.320	58.590
Administrationsomkostninger	3.609	3.910
Resultat før skat	11.711	54.680
Skat	0	0
Halvårets nettoresultat	11.711	54.680

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	19.328	1.669
Likvider	19.328	1.669
Obligationer		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	567.324	603.904
Obligationer	567.324	603.904
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	9.144	9.794
Andre tilgodehavender	11	26
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.817	427
Andre aktiver	10.972	10.247
Aktiver	597.624	615.820
Passiver		
Medlemmernes formue	592.261	602.168
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	5.351	13.225
Afledte finansielle instrumenter	5.351	13.225
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	12	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	427
Anden gæld	12	427
Passiver	597.624	615.820

Nye Obligationsmarkeder

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	519.663	602.168			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0			
Emissioner i perioden		0			
Indløsninger i perioden	-18.500	-21.716			
Indløsningsfradrag		98			
Periodens Resultat		11.711			
Medlemmernes formue (ultimo)	501.163	592.261			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	1,99	8,82	-6,42	6,60	3,17
Benchmarkafkast (pct.)	1,12	8,47	-8,07	6,61	4,99
Indre værdi pr. andel	118,18	119,44	117,66	121,70	120,15
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	11.711	54.680	-54.239	53.772	26.215
Cirkulerende kapital (t.kr.)	501.163	546.463	659.707	704.322	698.154
Medlemmernes formue (t.kr.)	592.261	652.681	776.241	857.130	838.824
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,60	0,60	0,61	0,61	0,60
Sharpe Ratio Benchmark	0,80				
Sharpe Ratio Afdeling	0,67				
Volatilitet Benchmark i %	6,91				
Volatilitet Afdeling i %	6,63				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	567.324	95,8	603.904	100,3	
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	19.328	3,3	1.669	0,3	
Andre aktiver / Anden gæld	10.960	1,9	9.820	1,6	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
EM obl.	14,13	13,14	Fjernøsten ex. Japan	15,91	19,22
Inkonv. obl.	0,61	0,57	likvider m.m.	4,21	-0,29
likvider m.m.	4,21	-0,29	Mellemøsten & Afrika	12,44	11,27
stater	78,49	84,48	Nordamerika	1,98	5,02
Virk. obl.	2,56	2,09	Nordeuropa	4,64	4,24
			Storbritannien	0,42	1,51
			Sydamerika	32,89	31,61
			Østeuropa	27,50	27,43

■ Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	29.06.2006
Investeringskoncept:	Rente
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 variabler. 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. Allokeringen sker altid ud fra et langsigtet perspektiv.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i første halvår 2015 et afkast på 3,36 %, mens benchmark steg med 3,49 %. Ca. ¾ af afkastet kom fra bevægelser på de lokale rentekurver samt kuponindtægter og ca. ¼ kom fra bevægelser i de lokale valutaer mod DKK. Afkastet i afdelingen har overrasket positivt i forhold til forventningerne, der blev meldt ud i årsrapporten for 2014, og er tilfredsstillende sammenlignet med afkastet i afdelingens benchmark.

Som omtalt i årsrapporten for 2014 har den faldende oliepris sat flere olieproducerende lande under pres herunder Rusland, Colombia, Ecuador og Venezuela. Den faldende oliepris er naturligvis negativt for olieproducerende lande, men omvendt positivt for olieimporterende lande såsom Indien og Tyrkiet. Venezuela er især ramt som olieproducerende land da de fleste indtægter i økonomien stammer fra olie-relaterede aktiviteter. Landet overlever - stort set - på grund af lån stillet til rådighed af Kina.

Den geopolitiske situation i Rusland er blevet mindre markant henover halvåret. Konflikten eksisterer stadig, men det er tydeligt, at Ruslands præsident ønsker at minimere det internationale pres. Det er blevet mere og mere klart for udenlandske kreditorer og IMF, at Ukraine har brug for at restrukturere gældsprofilen, hvis landet skal have en chance for at servicere gælden i fremtiden. Der vil højst sandsynligt komme en løsning med kreditorerne i starten af næste halvår.

Afdelingspecifikke risici

Afdelingens afkast 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

Vi forventer, at den amerikanske centralbank hæver renterne i sidste del af halvåret 2015. Der er stadig en sandsynlighed for, at den amerikanske centralbank bliver nødt til at vente med at hæve renterne, hvis de økonomiske nøgletal skuffer. Hvis den amerikanske centralbank hæver renterne i sidste halvår 2015, vil det sætte pres på emerging markets-valutaer og renter. Herudover vil det højst sandsynligt sætte en dæmper på risikovilligheden i markedet generelt og dette vil sætte yderligere pres på aktivklassen. Vi forventer dog stadig, at afdelingen kan give et mindre positivt afkast i sidste halvår 2015.

Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	15.200	12.546
Renteudgifter	-5	-32
I alt renter og udbytter	15.195	12.514
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	4.258	9.116
Valutakonti	-1.159	-365
Handelsomkostninger	144	105
I alt kursgevinster og -tab	2.955	8.646
I alt nettoindtægter	18.150	21.160
Administrationsomkostninger	3.402	3.114
Resultat før skat	14.748	18.046
Skat	50	0
Halvårets nettoresultat	14.698	18.046

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	18.961	10.330
Likvider	18.961	10.330
Obligationer		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	446.492	429.478
Obligationer	446.492	429.478
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	9.734	7.795
Andre tilgodehavender	17	21
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	12.954	575
Andre aktiver	22.705	8.391
Aktiver	488.158	448.199
Passiver		
Medlemmernes formue	475.016	447.624
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	188	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	12.954	575
Anden gæld	13.142	575
Passiver	488.158	448.199

Nye Obligationsmarkeder Lokalvaluta

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	442.270	447.624			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0			
Emissioner i perioden	11.800	12.635			
Indløsninger i perioden		0			
Emissionstillæg		59			
Indløsningsfradrag		0			
Periodens Resultat		14.698			
Medlemmernes formue (ultimo)	454.070	475.016			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	3,36	4,38	-5,63	8,84	-2,71
Benchmarkafkast (pct.)	3,49	6,60	-5,86	12,08	-0,95
Indre værdi pr. andel	104,61	101,43	109,72	119,14	115,26
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	14.698	18.046	-27.087	35.782	-12.643
Cirkulerende kapital (t.kr.)	454.070	427.970	430.330	377.840	410.761
Medlemmernes formue (t.kr.)	475.016	434.108	472.141	450.153	473.455
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,70	0,75	0,76	0,76	0,73
Sharpe Ratio Benchmark	0,30				
Sharpe Ratio Afdeling	0,06				
Volatilitet Benchmark i %	8,83				
Volatilitet Afdeling i %	8,24				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	446.492	94,0	429.478	95,9	
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	18.961	4,0	10.330	2,3	
Andre aktiver / Anden gæld	9.563	2,0	7.816	1,7	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
Andre	0,00	0,86	Fjernøsten ex. Japan	27,79	24,45
EM obl.	1,19	0,86	likvider m.m.	6,01	4,05
likvider m.m.	6,01	4,05	Mellemøsten & Afrika	10,33	10,63
stater	92,81	90,76	Nordamerika	0,00	3,47
Virk. obl.	0,00	3,47	Storbritannien	1,19	0,86
			Sydamerika	27,19	29,48
			Østeuropa	27,50	27,06

■ Value Bonds 2016 Udb.

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

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

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale virksomhedsobligationer udstedt af børsnoterede og private selskaber samt pengemarkedsinstrumenter. Størstedelen af obligationerne udløber i 2016. Minimum 50 % af obligationerne udvælges i investment grade-segmentet med en rating på minimum Baa3/BBB- fra et anerkendt kreditvurderingsbureau såsom Moody's, Standard & Poor's eller tilsvarende. 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 ikke må passere 31. december 2017. Obligationerne udvælges efter value-princippet. Det vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningsevne og stærke balancer. Valutarisiko i andre valutaer end EUR bliver som hovedregel afdækket til DKK.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 0,72 %. Afdelingen har intet benchmark. Resultatet er tilfredsstillende og i tråd med forventningerne ved helåret. Den høje eksponering mod energi kombineret med afdelingens eksponering mod Materialer, der har leveret meget tilfredsstillende afkast i perioden, har været de helt store bidragsydere til afkastet for halvåret 2015.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens største investeringsområde er fortsat råvarer, herunder specielt selskaber i olie-sektoren, og det er fortsat målsætningen at bringe andelen ned. Det er dog vigtigt at understrege, at dette skal gøres på en måde, der sikrer, at en væsentlig del af afkastpotentialet ved en stigende oliepris bibeholdes.

Afmatningen i den kinesiske økonomi ser ud til at fortsætte, og det vil øge risikoen for, at flere energi- og råvareproducerende selskaber kommer i finansielle problemer, og dermed kan få 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

Det globale vækstbillede for halvåret 2015 har været af blandet karakter, men de fleste udviklede økonomier synes at være på rette kurs. I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i sidste halvår af 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, dog er der flere signaler, som peger i den rigtige retning. Det er fortsat unionens sydeuropæiske medlemmer, som kæmper med en række strukturelle problemer – hvor situationen især Grækenland, siden Syriza's valgsejr i januar, har udviklet sig til det værre. Grækenlands bruttogæld andrager på nuværende tidspunkt cirka 175 % af BNP, og det står efterhånden klart – især efter folkeafstemningen i starten af juli, at landet hverken kan eller vil servicere denne gældsbyrde. Det græske BNP udgør under 2 % af eurozonens BNP, så problemet burde være til at overskue for de europæiske gældsmarkeder. Indtil videre har vi kun set moderate udvidelser af rentespændene overfor tysk statsgæld i de øvrige sydeuropæiske lande. Den europæiske økonomi er på vej ind i en bedring, ligesom det europæiske banksystem er klart stærkere kapitaliseret på nuværende tidspunkt end ved eurokrisens udbrud i 2011. Dette betyder, at man langt nemmere vil kunne absorbere tabene fra et "hair cut" på græsk gæld. Desuden har udviklingen været ventet igennem efterhånden flere kvartaler. Det var uden tvivl en forværring af situationen, at Syriza blev valgt, men det var en situation, som kunne forventes. Hvis vi et øjeblik træder tilbage og betragter situationen uden støjen fra Grækenland, har de globale obligationsmarkeder fra april til slutningen af maj været præget af relativt store skift i renteforventninger og dertilhørende stejle rentekurver. Dette er normalt en god indikator for fremtidige vækstudsigter, hvilket vil kunne medføre, at renterne fortsat vil stige henover sommeren i takt med, at specielt den europæiske økonomi vil bedre sig. Vi forventer, at afdelingen vil levere et mindre, men positivt, afkast i resten af 2015.

Value Bonds 2016 Udb.

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	12.447	11.856
Renteudgifter	-3	0
I alt renter og udbytter	12.444	11.856
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	12.797	932
Kapitalandele	-140	0
Afledte finansielle instrumenter	-21.478	-1.905
Valutakonti	1.305	101
Handelsomkostninger	122	92
I alt kursgevinster og -tab	-7.638	-964
I alt nettoindtægter	4.806	10.892
Administrationsomkostninger	2.194	2.410
Resultat før skat	2.612	8.482
Halvårets nettoresultat	2.612	8.482

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	28.876	22.835
Likvider	28.876	22.835
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	9.789	15.649
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	333.543	323.962
Unoterede obligationer	1.339	0
Obligationer	344.671	339.611
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13	0
Kapitalandele	13	0
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	7.435	5.719
Andre tilgodehavender	2	11
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	8.666	0
Andre aktiver	16.103	5.730
Aktiver	389.663	368.176
Passiver		
Medlemmernes formue	366.186	363.574
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	2.083	4.602
Afledte finansielle instrumenter	2.083	4.602
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	8	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	21.386	0
Anden gæld	21.394	0
Passiver	389.663	368.176

Value Bonds 2016 Udb.

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.		
Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	377.100	363.574		
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		0		
Periodens Resultat		2.612		
Medlemmernes formue (ultimo)	377.100	366.186		
Nøgletal 1	2015	2014	2013	
Afkast (pct.)	0,72	2,23	0,66	
Indre værdi pr. andel	97,11	100,57	100,66	
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	2.612	8.482	-1.181	
Cirkulerende kapital (t.kr.)	377.100	377.100	214.800	
Medlemmernes formue (t.kr.)	366.186	379.265	216.222	
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,60	0,63	0,56	
	30.06.2015		31.12.2014	
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	343.345	93,8	339.611	93,4
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	30.215	8,3	22.835	6,3
Andre aktiver / Anden gæld	-5.291	-1,4	5.730	1,6
Fordelinger				
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.
Andre	0,52	0,97	Danmark	2,67
EM obl.	30,62	32,70	Fjernøsten ex. Japan	12,41
likvider m.m.	5,87	6,69	likvider m.m.	5,87
Virk. obl.	62,99	59,63	Nordamerika	18,55
			Nordeuropa	17,22
			Skandinavien	13,56
			Storbritannien	16,75
			Sydamerika	4,39
			Sydeuropa	6,81
			Østeuropa	1,77

■ Value Bonds 2017 Udb.

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	31.01.2014
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6053076
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale virksomhedsobligationer udstedt af børsnoterede og private selskaber samt pengemarkedsinstrumenter. Størstedelen af obligationerne udløber i 2017. Minimum 50 % af obligationerne udvælges i investment grade-segmentet med en rating på minimum Baa3/BBB- fra et anerkendt kreditvurderingsbureau såsom Moody's, Standard & Poor's eller tilsvarende. 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 ikke må passere 31. december 2018. Obligationerne udvælges efter value-princippet. Det vil sige, at der fokuseres på at udvælge obligationer udstedt af selskaber med en sund langsigtet indtjeningsevne og stærke balancer. Valutarisiko i andre valutaer end EUR bliver som hovedregel afdækket til DKK.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -0,36 %. Afdelingen har intet benchmark. Det negative resultat er ikke tilfredsstillende og lever ikke op til forventningerne ved helåret. Afkastet skyldes den meget store allokering til energisektoren og kan henføres til den refinansieringsrisiko, der på nuværende tidspunkt prises ind i de små- og mellemstore energiselskaber, som afdelingen investerer i. Vi har søgt at afbøde denne risiko ved aktivt at indgå i en dialog med nogle af udstederne for derigennem at minimere konsekvenserne. I nogle tilfælde er restruktureringerne i et fremskredent stadie, hvor vi forventer en delvis ombytning fra gæld til aktier. Dette kan fortsat resultere i kortsigtede udsving i afdelingens afkast gennem 2. halvår 2015, men det forventes at have en positiv effekt på afkastet. Afdelingens eksponering til sektoren Materialer, der har performeret meget tilfredsstillende, har haft en positiv effekt på det samlede afkast.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens største investeringsområde er fortsat Råvarer, herunder specielt olie, og det er fortsat målsætningen at bringe andelen ned. Det er dog vigtigt at understrege, at dette skal gøres på en måde, der sikrer, at en væsentlig del af afkastpotentialet ved en stigende oliepris bibeholdes.

Afmatningen i den kinesiske økonomi ser ud til at fortsætte, og det vil øge risikoen for, at flere energi- og råvareproducerende selskaber kommer i finansielle problemer, og dermed kan få 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

Det globale vækstbillede for halvåret 2015 har været af blandet karakter, men de fleste udviklede økonomier synes at være på rette kurs. I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i sidste halvår af 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, dog er der flere signaler, som peger i den rigtige retning. Det er fortsat unionens sydeuropæiske medlemmer, som kæmper med en række strukturelle problemer – hvor situationen i især Grækenland, siden Syriza's valgsejr i januar, har udviklet sig til det værre. Grækenlands bruttogæld andrager på nuværende tidspunkt cirka 175 % af BNP, og det står efterhånden klart – især efter folkeafstemningen i starten af juli, at landet hverken kan eller vil servicere denne gældsbyrde. Det græske BNP udgør under 2 % af eurozonens BNP, så problemet burde være til at overskue for de europæiske gældsmarkeder. Indtil videre har vi kun set moderate udvidelser af rentespændene overfor tysk statsgæld i de øvrige sydeuropæiske lande. Den europæiske økonomi er på vej ind i en bedring, ligesom det europæiske banksystem er klart stærkere kapitaliseret på nuværende tidspunkt end ved eurokrisens udbrud i 2011. Dette betyder, at man langt nemmere vil kunne absorbere tabene fra et "hair cut" på græsk gæld. Desuden har udviklingen været ventet igennem efterhånden flere kvartaler. Det var uden tvivl en forværring af situationen, at Syriza blev valgt, men det var en situation, som kunne forventes. Hvis vi et øjeblik træder tilbage og betragter situationen uden støjen fra Grækenland, har de globale obligationsmarkeder fra april til slutningen af maj været præget af relativt store skift i renteforventninger og dertilhørende stejle rentekurver. Dette er normalt en god indikator for fremtidige vækstudsigter, hvilket vil kunne medføre, at renterne fortsat vil stige henover sommeren i takt med, at specielt den europæiske økonomi vil bedre sig. Vi forventer, at afdelingen vil levere et mindre, men positivt afkast i 2015.

Value Bonds 2017 Udb.

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	12.735	3.958
Renteudgifter	-2	0
I alt renter og udbytter	12.733	3.958
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	9.480	916
Kapitalandele	0	52
Afledte finansielle instrumenter	-22.377	-168
Valutakonti	1.194	156
Handelsomkostninger	107	0
I alt kursgevinster og -tab	-11.810	956
I alt nettoindtægter	923	4.914
Administrationsomkostninger	2.268	1.183
Resultat før skat	-1.345	3.731
Halvårets nettoresultat	-1.345	3.731

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	20.565	21.768
Likvider	20.565	21.768
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	7.121	7.192
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	338.345	346.344
Unoterede obligationer	1.339	0
Obligationer	346.805	353.536
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	6.974	6.376
Andre tilgodehavender	3	-11
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.348	0
Andre aktiver	10.325	6.365
Aktiver	377.695	381.669
Passiver		
Medlemmernes formue	375.371	376.716
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	2.224	4.953
Afledte finansielle instrumenter	2.224	4.953
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	100	0
Anden gæld	100	0
Passiver	377.695	381.669

Value Bonds 2017 Udb.

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.		
Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	386.350	376.716		
Emissioner i perioden		0		
Emissionstillæg		0		
Periodens Resultat		-1.345		
Medlemmernes formue (ultimo)	386.350	375.371		
Nøgletal 1				
	2015	2014		
Afkast (pct.)	-0,36	2,71		
Indre værdi pr. andel	97,16	102,71		
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-1.345	3.731		
Cirkulerende kapital (t.kr.)	386.350	309.150		
Medlemmernes formue (t.kr.)	375.371	317.540		
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,60	0,66		
	30.06.2015		31.12.2014	
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	345.466	92,0	353.536	93,8
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	21.904	5,8	21.768	5,8
Andre aktiver / Anden gæld	10.225	2,7	6.365	1,7
Fordelinger				
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.
Andre	0,36	2,35	Danmark	1,90
EM obl.	31,67	34,71	Fjernøsten ex. Japan	11,99
likvider m.m.	7,61	6,22	likvider m.m.	7,61
Virk. obl.	60,37	56,72	Mellemøsten & Afrika	0,00
			Nordamerika	22,42
			Nordeuropa	14,69
			Skandinavien	9,13
			Storbritannien	13,43
			Sydamerika	3,97
			Sydeuropa	12,29
			Østeuropa	2,58

■ Value Bonds 2018 Udb.

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	09.01.2015
Investeringskoncept:	Value-obligationer
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6058493
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer i globale virksomhedsobligationer og pengemarkedsinstrumenter. Størstedelen af obligationerne udløber i 2018. 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 2017 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 2018, det vil sige, at senest mulige udløbsdato ikke må passere 31. december 2019. 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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 1,7 %. Value Bonds 2018 Udb. blev lanceret den 9. januar 2015, som efterfølger til Value Bonds 2017 Udb. Den nye afdeling investerer ligeledes i et mix af virksomhedsobligationer med ca. 3 år til udløb. Afdelingen performer generelt som forventet med stabile afkast og lav volatilitet – afkastet siden start (9. januar 2015) er på 1,15 %. Afdelingen har ikke noget benchmark.

Ved lanceringen af strategien blev energieksponeringen begrænset til 20 %, og afkastudsvingene fra denne sektor har været minimale.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer globalt og er dermed eksponeret mod det meste af verden. De største investeringsområder er dog Europa og Nordamerika, hvilket betyder, at den økonomiske og politiske udvikling i Europa og Nordamerika derfor vil have særlig stor betydning for afdelingens fremtidige afkast.

Forventninger

Det globale vækstbillede for halvåret 2015 har været af blandet karakter, men de fleste udviklede økonomier synes at være på rette kurs. I USA har opsvinget bidt sig fast, og der er udsigt til, at væksten fortsætter ind i sidste halvår af 2015. I Europa er udviklingen mindre entydig, dog er der flere signaler, som peger i den rigtige retning. Det er fortsat unionens sydeuropæiske medlemmer, som kæmper med en række strukturelle problemer – hvor situationen i især Grækenland, siden Syrizas valgsejr i januar, har udviklet sig til det værre. Grækenlands bruttogæld andrager på nuværende tidspunkt cirka 175 % af BNP, og det står efterhånden klart – især efter folkeafstemningen i starten af juli, at landet hverken kan eller vil servicere denne gældsbyrde. Det græske BNP udgør under 2 % af eurozonens BNP, så problemet burde være til at overskue for de europæiske gældsmarkeder. Indtil videre har vi kun set moderate udvidelser af rentespændene overfor tysk statsgæld i de øvrige sydeuropæiske lande. Den europæiske økonomi er på vej ind i en bedring, ligesom det europæiske banksystem er klart stærkere kapitaliseret på nuværende tidspunkt end ved eurokrisens udbrud i 2011. Dette betyder, at man langt nemmere vil kunne absorbere tabene fra et "hair cut" på græsk gæld. Desuden har udviklingen været ventet igennem efterhånden flere kvartaler. Det var uden tvivl en forværring af situationen, at Syriza blev valgt, men det var en situation, som kunne forventes. Hvis vi et øjeblik træder tilbage og betragter situationen uden støjen fra Grækenland, har de globale obligationsmarkeder fra april til slutningen af maj været præget af relativt store skift i renteforventninger og dertilhørende stejle rentekurver. Dette er normalt en god indikator for fremtidige vækstudsigter, hvilket vil kunne medføre, at renterne fortsat vil stige henover sommeren i takt med, at specielt den europæiske økonomi vil bedre sig. Vi forventer et positivt afkast for 2015.

Value Bonds 2018 Udb.

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse (08.01.2015 - 30.06.2015)

	30.06.2015
	i 1.000 kr.
Renter og udbytte	
Renteindtægter	2.121
Renteudgifter	-5
I alt renter og udbytter	2.116
Kursgevinster og -tab	
Obligationer	1.316
Afledte finansielle instrumenter	-1.638
Valutakonti	-143
Handelsomkostninger	18
I alt kursgevinster og -tab	-483
I alt nettoindtægter	1.633
Administrationsomkostninger	658
Resultat før skat	975
Halvårets nettoresultat	975

Balance (08.01.2015 - 30.06.2015)

	30.06.2015
	i 1.000 kr.
Aktiver	
Likvide midler	
Indestående i depotselskab	3.990
Likvider	3.990
Obligationer	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	117.507
Obligationer	117.507
Andre aktiver	
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	2.016
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3.070
Andre aktiver	5.086
Aktiver	126.583
Passiver	
Medlemmernes formue	119.807
Afledte finansielle instrumenter	
Unoterede afledte finansielle instrumenter	631
Afledte finansielle instrumenter	631
Anden gæld	
Skyldige omkostninger	9
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	6.136
Anden gæld	6.145
Passiver	126.583

Value Bonds 2018 Udb.

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.	
Medlemmernes formue			
Emissioner i perioden	117.800	118.264	
Emissionstillæg		568	
Periodens Resultat		975	
Medlemmernes formue (ultimo)	117.800	119.807	
Nøgletal 1 2015			
Afkast (pct.)	1,70		
Indre værdi pr. andel	101,70		
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	975		
Cirkulerende kapital (t.kr.)	117.800		
Medlemmernes formue (t.kr.)	119.807		
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,63		
	30.06.2015		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	117.507	98,9	
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	3.990	3,4	
Andre aktiver / Anden gæld	-1.059	-0,9	
Fordelinger			
	30.06.2015	30.06.2015	
Segmentfordeling	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.
Andre	0,95	Fjernøsten ex. Japan	4,18
EM obl.	18,01	likvider m.m.	1,92
likvider m.m.	1,92	Mellemøsten & Afrika	1,22
Virk. obl.	79,12	Nordamerika	41,30
		Nordeuropa	16,80
		Skandinavien	10,79
		Storbritannien	14,50
		Sydeuropa	6,69
		Østeuropa	2,61

■ INDEX Dow Jones Sustainability World

Beretning for halvåret 2015

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-indekset, 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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 9,71 %, mens benchmark steg med 9,93 %. Afdelingens afkast var således positivt og tæt på benchmark, men marginalt lavere end dette. 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.

Til sammenligning havde afdelingen og dens benchmark-indeks et lavere afkast end eksempelvis MSCI World-indekset. Den japanske undervægt og tilsvarende overvægt i Australien kostede i den forbindelse, da der var næsten 20 % forskel i afkast de to lande imellem. Endvidere har en større allokering til helt store aktier bidraget negativt, da de mindre aktier har givet det højeste afkast.

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 eksempelvis aktier i MSCI World. Endvidere er afdelingen og dens benchmark-indeks markant undervægtet USA og overvægtet i Europa, hvorfor der er en markant landerisiko i forhold til MSCI World.

Forventninger

Vi forventer et fortsat positivt afkast for 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen og dens benchmark-indeks vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI World. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil give et højere afkast 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-1	0
Renteudgifter	-1	0
Udbytter	8.035	5.390
I alt renter og udbytter	8.033	5.390
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	26.278	16.248
Valutakonti	17	-11
Handelsomkostninger	18	145
I alt kursgevinster og -tab	26.277	16.092
I alt nettoindtægter	34.310	21.482
Administrationsomkostninger	985	687
Resultat før skat	33.325	20.795
Skat	938	612
Halvårets nettoresultat	32.387	20.183

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.427	1.578
Likvider	1.427	1.578
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	6.509	4.728
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	381.894	326.155
Kapitalandele	388.403	330.883
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	925	357
Andre tilgodehavender	5	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.141	1.490
Aktuelle skatteaktiver	478	309
Andre aktiver	2.549	2.156
Aktiver	392.379	334.617
Passiver		
Medlemmernes formue	391.238	332.445
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.141	2.168
Anden gæld	1.141	2.172
Passiver	392.379	334.617

INDEX Dow Jones Sustainability World

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	295.268	332.445			
Emissioner i perioden	22.451	27.610			
Indløsninger i perioden	-1.000	-1.268			
Emissionstillæg		62			
Indløsningsfradrag		2			
Periodens Resultat		32.387			
Medlemmernes formue (ultimo)	316.719	391.238			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	9,71	8,36	5,29	5,15	-1,74
Benchmarkafkast (pct.)	9,93	8,44	5,71	4,92	-1,38
Indre værdi pr. andel	123,53	105,49	88,60	78,43	79,58
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	32.387	20.183	6.412	4.405	-1.418
Cirkulerende kapital (t.kr.)	316.719	268.418	168.210	136.333	86.583
Medlemmernes formue (t.kr.)	391.238	283.149	149.036	106.921	68.900
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,26	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	1,19				
Sharpe Ratio Afdeling	1,16				
Volatilitet Benchmark i %	9,42				
Volatilitet Afdeling i %	9,43				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	388.403	99,3	330.883	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	1.427	0,4	1.578	0,5	
Andre aktiver / Anden gæld	1.408	0,4	-16	0,0	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	0,14	0,00	Danmark	1,66	1,42
Energi	5,94	6,67	Fjernøsten ex. Japan	10,81	11,36
Finans	25,11	23,85	Japan	4,07	3,77
Forbrugsgoder	5,98	6,84	likvider m.m.	1,02	0,47
Forsyning	2,29	2,30	Nordamerika	34,35	35,64
Industri	8,15	8,59	Nordeuropa	22,64	21,52
IT	15,25	16,52	Skandinavien	2,65	2,45
Konsumentvarer	10,31	9,08	Storbritannien	8,23	9,16
likvider m.m.	0,72	0,47	Sydamerika	1,23	1,61
Materialer	6,15	6,09	Sydeuropa	13,35	12,61
Sundhedspleje	19,61	19,19			
Telekommunikation	0,34	0,40			

■ INDEX Emerging Markets

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 10,71 %, mens benchmark steg med 12,01 %. 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.

Emerging markets-aktierne havde et turbulent første halvår. Efter en kraftig stigning i starten af året faldt afdelingen tilbage mod halvåret. Den primære årsag skal findes i Kina. Den lavere kinesiske BNP-vækst medfører en lavere efterspørgsel efter råvarer og energi, hvilket påvirker de øvrige emerging markets lande.

Afdelingen investerer i de mere risikofyldte lande i verden, men den diversificerede tilgang gavnede betydeligt. Mange lande fremviste således pæne afkast, fx Rusland med 40 %, mens lande som Tyrkiet og Colombia var tæt på to cifrede negative afkast.

Vores forventning om, at afdelingen og dens benchmark-indeks ville gøre det betydeligt bedre end MSCI World indekset, holdt desværre ikke helt stik.

Afdelingsspecifikke risici

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

Forventninger

De seneste år har emerging markets givet et skuffende afkast, som ikke er i overensstemmelse med nøgletal for selskaberne i landene. Vi forventer derfor, at afdelingen i resten af 2015 vil give et betydeligt positivt afkast, men dog med store udsving landene imellem, og for afdelingen under et. Nøgletal for landene ser fortsat yderst attraktive ud i forhold til resten af verden, og vi vurderer, at afdelingen og dens benchmark-indeks vil gøre det betydeligt bedre end MSCI World. Dog er det en risikofaktor, hvis Kina får en hård landing, hvilket kan være særdeles negativt. 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-2	-1
Renteudgifter	-1	0
Udbytter	5.378	3.785
I alt renter og udbytter	5.375	3.784
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	30.319	13.301
Valutakonti	36	-41
Handelsomkostninger	27	24
I alt kursgevinster og -tab	30.328	13.236
I alt nettoindtægter	35.703	17.020
Administrationsomkostninger	1.251	814
Resultat før skat	34.452	16.206
Skat	611	310
Halvårets nettoresultat	33.841	15.896

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.435	1.063
Likvider	1.435	1.063
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	351.802	315.619
Kapitalandele	351.802	315.619
Afledte finansielle instrumenter		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	70
Afledte finansielle instrumenter	0	70
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.897	310
Andre tilgodehavender	18	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	6	947
Aktuelle skatteaktiver	27	24
Andre aktiver	1.948	1.281
Aktiver	355.185	318.033
Passiver		
Medlemmernes formue	352.487	316.758
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	1
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.698	1.274
Anden gæld	2.698	1.275
Passiver	355.185	318.033

INDEX Emerging Markets

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	315.030	316.758			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-7.246			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-285			
Emissioner i perioden	23.339	26.151			
Indløsninger i perioden	-15.500	-16.883			
Emissionstillæg		81			
Indløsningsfradrag		70			
Periodens Resultat		33.841			
Medlemmernes formue (ultimo)	322.869	352.487			
Nøgletal 1					
	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	10,71	6,34	-8,96	6,40	-3,25
Benchmarkafkast (pct.)	12,01	6,75	-8,31	6,34	-6,57
Indre værdi pr. andel	109,17	96,99	90,66	92,61	96,75
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	33.841	15.897	-18.868	5.873	-2.872
Cirkulerende kapital (t.kr.)	322.869	277.480	213.829	143.344	79.700
Medlemmernes formue (t.kr.)	352.487	269.137	193.859	132.756	77.110
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,34	0,33	0,33	0,33	0,31
Sharpe Ratio Benchmark	0,38				
Sharpe Ratio Afdeling	0,23				
Volatilitet Benchmark i %	13,24				
Volatilitet Afdeling i %	14,02				
Aktivfordeling					
	30.06.2015 i 1.000 kr.	Andel	31.12.2014 i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	351.802	99,8	315.619	99,6	
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	1.435	0,4	1.133	0,4	
Andre aktiver / Anden gæld	-750	-0,2	6	0,0	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
Energi	8,86	7,31	Fjernøsten ex. Japan	69,19	65,79
Finans	29,50	29,17	likvider m.m.	0,19	0,34
Forbrugsgoder	9,03	8,62	Mellemøsten & Afrika	8,47	8,67
Forsyning	3,08	3,11	Nordamerika	0,25	0,25
Industri	6,33	7,62	Sydamerika	14,02	17,24
IT	17,81	18,29	Sydeuropa	0,53	0,62
Konsumentvarer	8,74	7,42	Østeuropa	7,34	7,09
likvider m.m.	0,19	0,34			
Materialer	7,19	8,03			
Sundhedspleje	2,18	2,36			
Telekommunikation	7,09	7,72			

■ INDEX Europa Growth

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 15,57 %, mens benchmark steg med 15,75%. 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.

I Europa var der fortsat stor spredning på afkastene landene imellem, men samlet set leverede Europa et pænt afkast på 13 %. Spanien er fortsat et af de lande, der ikke leverer afkast i synderlig grad. Landet er således fortsat under det aktieniveau, som blev opnået helt tilbage i 2000. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder for udviklingen i olieprisen.

Stilmæssigt er det vækst- og small cap-aktierne, der har leveret de højeste afkast indtil videre i 2015.

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 aktier i 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 resten af 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen og dens benchmark-indeks vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI Europa. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil give lidt lavere forventet afkast end MSCI Europa, da vækst 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-20	1
Renteudgifter	-3	0
Udbytter	7.628	4.299
I alt renter og udbytter	7.605	4.300
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	26.301	7.583
Valutakonti	132	67
Handelsomkostninger	167	63
I alt kursgevinster og -tab	26.266	7.587
I alt nettoindtægter	33.871	11.887
Administrationsomkostninger	983	529
Resultat før skat	32.888	11.358
Skat	902	443
Halvårets nettoresultat	31.986	10.915

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.650	341
Likvider	1.650	341
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	23.161	11.458
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	442.065	233.093
Kapitalandele	465.226	244.551
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	372	162
Andre tilgodehavender	3	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	32	422
Aktuelle skatteaktiver	732	426
Andre aktiver	1.139	1.010
Aktiver	468.015	245.902
Passiver		
Medlemmernes formue	467.980	245.480
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	3	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	32	422
Anden gæld	35	422
Passiver	468.015	245.902

INDEX Europa Growth

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	237.920	245.480			
Emissioner i perioden	169.046	206.438			
Indløsninger i perioden	-14.500	-16.443			
Emissionstillæg		506			
Indløsningsfradrag		13			
Periodens Resultat		31.986			
Medlemmernes formue (ultimo)	392.466	467.980			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	15,57	5,30	5,32	7,55	0,09
Benchmarkafkast (pct.)	15,75	5,14	5,51	6,94	0,20
Indre værdi pr. andel	119,24	100,69	85,36	74,97	77,87
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	31.986	10.915	11.471	14.070	-1.037
Cirkulerende kapital (t.kr.)	392.466	222.070	277.170	264.856	268.256
Medlemmernes formue (t.kr.)	467.980	223.603	236.579	198.566	208.900
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,25	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	1,08				
Sharpe Ratio Afdeling	1,04				
Volatilitet Benchmark i %	11,15				
Volatilitet Afdeling i %	10,51				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	465.226	99,4	244.551	99,6	
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	1.650	0,4	341	0,1	
Andre aktiver / Anden gæld	1.104	0,2	588	0,2	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	0,13	0,00	Danmark	4,95	4,67
Energi	1,70	1,52	likvider m.m.	0,59	0,37
Finans	12,16	12,36	Nordeuropa	48,80	49,79
Forbrugsgoder	17,53	13,05	Skandinavien	7,57	7,52
Industri	12,10	14,03	Storbritannien	20,82	22,53
IT	7,20	6,71	Sydeuropa	17,28	15,12
Konsumentvarer	20,54	21,19			
likvider m.m.	0,59	0,37			
Materialer	6,61	10,03			
Sundhedspleje	18,21	19,43			
Telekommunikation	3,25	1,31			

■ INDEX Europa Small Cap

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 19,41 %, mens benchmark steg med 20,44 %. 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.

I Europa var der fortsat stor spredning på afkastene landene imellem, men samlet set leverede Europa et pænt afkast på 13 %. Spanien er fortsat et af de lande, der ikke leverer afkast i synderlig grad. Landet er således fortsat under det aktieniveau, som blev opnået helt tilbage i 2000. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder for udviklingen i olieprisen.

Stilmæssigt er det vækst- og small cap-aktierne, der har leveret de højeste afkast indtil videre i 2015.

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 noget mere risikofyldte end aktier med større markedsværdi, og afkastudsvingene kan være betydelige i forhold til indekset MSCI Europa, som består af large cap-aktier. 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 aktier i 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 resten af 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi vurderer, at afdelingen og dens benchmark-indeks vil gøre det lidt bedre end MSCI Europa. På lang sigt er det også vores vurdering, at afdelingen vil give et højere afkast 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-1	0
Renteudgifter	-1	0
Udbytter	3.774	1.627
I alt renter og udbytter	3.772	1.627
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	19.529	2.469
Valutakonti	-24	-16
Handelsomkostninger	78	84
I alt kursgevinster og -tab	19.427	2.369
I alt nettoindtægter	23.199	3.996
Administrationsomkostninger	455	227
Resultat før skat	22.744	3.769
Skat	332	130
Halvårets nettoresultat	22.412	3.639

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	855	220
Likvider	855	220
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	10.732	5.003
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	201.183	94.423
Kapitalandele	211.915	99.426
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	350	74
Andre tilgodehavender	2	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	354	49
Aktuelle skatteaktiver	244	122
Andre aktiver	950	245
Aktiver	213.720	99.891
Passiver		
Medlemmernes formue	213.011	99.841
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	1
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	709	49
Anden gæld	709	50
Passiver	213.720	99.891

INDEX Europa Small Cap

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	80.726	99.841			
Emissioner i perioden	63.513	90.550			
Indløsninger i perioden		0			
Emissionstillæg		208			
Indløsningsfradrag		0			
Periodens Resultat		22.412			
Medlemmernes formue (ultimo)	144.239	213.011			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	19,41	5,05	7,82	8,14	1,39
Benchmarkafkast (pct.)	20,44	6,14	7,92	10,11	-1,18
Indre værdi pr. andel	147,68	123,85	96,52	79,27	84,96
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	22.412	3.639	1.794	1.277	554
Cirkulerende kapital (t.kr.)	144.239	82.126	32.817	24.027	43.373
Medlemmernes formue (t.kr.)	213.011	101.711	31.674	19.046	36.851
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,26	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	1,15				
Sharpe Ratio Afdeling	1,22				
Volatilitet Benchmark i %	13,46				
Volatilitet Afdeling i %	13,12				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	211.915	99,5	99.426	99,6	
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	855	0,4	220	0,2	
Andre aktiver / Anden gæld	241	0,1	195	0,2	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	0,24	0,00	Danmark	5,04	5,01
Energi	2,80	3,00	likvider m.m.	0,51	0,41
Finans	23,16	23,73	Mellemøsten & Afrika	0,26	0,00
Forbrugsgoder	18,24	15,93	Nordamerika	0,22	0,12
Forsyning	2,03	2,30	Nordeuropa	31,82	32,75
Industri	21,80	20,27	Skandinavien	13,59	14,26
IT	9,28	11,39	Storbritannien	32,32	33,43
Konsumentvarer	4,33	4,90	Sydeuropa	16,24	14,03
likvider m.m.	0,51	0,41			
Materialer	7,20	8,36			
Sundhedspleje	8,44	7,77			
Telekommunikation	1,95	1,93			

■ INDEX Europa Value

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 10,62 %, mens benchmark steg med 10,08 %. Afdelingens afkast var således positivt og højere 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.

I Europa var der fortsat stor spredning på afkastene landene imellem, men samlet set leverede Europa et pænt afkast på 13 %. Spanien er fortsat et af de lande, der ikke leverer afkast i synderlig grad. Landet er således fortsat under det aktieniveau, som blev opnået helt tilbage i 2000. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder for udviklingen i olieprisen.

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 aktier i 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 resten af 2015, men dog med store udsving landene imellem. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen og dens benchmark-indeks vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI Europa. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil give et højere afkast end MSCI Europa, da value historisk har gjort det bedre end vækst.

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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-25	0
Renteudgifter	-4	0
Udbytter	10.673	6.707
I alt renter og udbytter	10.644	6.707
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	3.784	6.288
Valutakonti	73	95
Handelsomkostninger	186	47
I alt kursgevinster og -tab	3.671	6.336
I alt nettoindtægter	14.315	13.043
Administrationsomkostninger	833	454
Resultat før skat	13.482	12.589
Skat	1.308	682
Halvårets nettoresultat	12.174	11.907

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.056	546
Likvider	1.056	546
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	4.456	1.513
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	396.582	199.907
Kapitalandele	401.038	201.420
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	842	145
Andre tilgodehavender	8	1
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.253	0
Aktuelle skatteaktiver	531	560
Andre aktiver	3.634	706
Aktiver	405.728	202.672
Passiver		
Medlemmernes formue	403.569	202.672
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	2	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.157	0
Anden gæld	2.159	0
Passiver	405.728	202.672

INDEX Europa Value

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	269.342	202.672			
Emissioner i perioden	222.988	194.823			
Indløsninger i perioden	-7.500	-6.536			
Emissionstillæg		435			
Indløsningsfradrag		1			
Periodens Resultat		12.174			
Medlemmernes formue (ultimo)	484.830	403.569			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	10,62	6,98	1,89	1,66	2,11
Benchmarkafkast (pct.)	10,08	7,02	1,73	2,41	1,83
Indre værdi pr. andel	83,24	76,49	60,24	53,70	62,23
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	12.174	11.907	3.091	2.464	2.446
Cirkulerende kapital (t.kr.)	484.830	252.532	321.083	284.622	306.202
Medlemmernes formue (t.kr.)	403.569	193.160	193.429	152.849	190.559
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,26	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	0,75				
Sharpe Ratio Afdeling	0,73				
Volatilitet Benchmark i %	13,12				
Volatilitet Afdeling i %	10,39				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	401.038	99,4	201.420	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	1.056	0,3	546	0,3	
Andre aktiver / Anden gæld	1.475	0,4	706	0,3	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	0,29	0,00	Danmark	1,10	0,75
Energi	12,68	14,30	likvider m.m.	0,63	0,61
Finans	34,85	33,81	Nordamerika	0,10	0,20
Forbrugsgoder	6,53	8,85	Nordeuropa	32,97	34,19
Forsyning	7,50	6,14	Skandinavien	8,38	8,92
Industri	8,42	8,08	Storbritannien	30,15	29,76
IT	0,11	2,24	Sydeuropa	26,67	25,57
Konsumentvarer	5,44	4,77			
likvider m.m.	0,63	0,61			
Materialer	7,85	7,84			
Sundhedspleje	8,84	4,42			
Telekommunikation	6,87	8,93			

■ INDEX Globale Aktier Min. Risiko

Beretning for halvåret 2015

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.

Afdelingen har tidligere fulgt indekset MSCI World Minimum Volatility, som er USD-optimeret, men ultimo maj 2015 skiftede afdelingen indeks til MSCI World Minimum Volatility (EUR optimized).

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 10,63 %, mens benchmark steg med 10,48 %. 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.

Til sammenligning leverede afdelingen og dens benchmark-indeks et afkast lige under MSCI World-indekset, hvilket er tilfredsstillende og forventet i lyset af sidste års flotte afkast. 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 ikke været et år med de store forskelle mellem value- og vækstaktier. Små aktier har til gengæld givet et højere afkast end de store aktier.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen og dens benchmark-indeks 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 aktier i MSCI World indekset. Afdelingen og dens benchmark-indeks 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 fortsat 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 for afdelingen og dens benchmark-indeks bliver lidt under afkastet på MSCI World, men med markant mindre afkastudsving. På lang sigt er det vores vurdering, at afdelingen vil give investorerne et attraktivt afkast i forhold til risikoen, men muligvis med et afkast lidt under MSCI World.

Da det lave renteniveau ikke giver investorerne mange alternativer til aktier, er vi overbeviste om, at afdelingen som minimum giver et positivt afkast i resten af 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-17	0
Renteudgifter	-4	0
Udbytter	22.636	15.679
I alt renter og udbytter	22.615	15.679
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	131.076	56.486
Valutakonti	-324	98
Handelsomkostninger	361	126
I alt kursgevinster og -tab	130.391	56.458
I alt nettoindtægter	153.006	72.137
Administrationsomkostninger	4.100	2.290
Resultat før skat	148.906	69.847
Skat	3.034	1.731
Halvårets nettoresultat	145.872	68.116

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	4.511	2.375
Likvider	4.511	2.375
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	7.396	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.592.762	1.339.254
Kapitalandele	1.600.158	1.339.254
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	2.350	2.269
Andre tilgodehavender	26	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	620	4.941
Aktuelle skatteaktiver	1.113	800
Andre aktiver	4.109	8.010
Aktiver	1.608.778	1.349.639
Passiver		
Medlemmernes formue	1.608.158	1.344.369
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	36
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	620	5.234
Anden gæld	620	5.270
Passiver	1.608.778	1.349.639

INDEX Globale Aktier Min. Risiko

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	1.116.083	1.344.369			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-71.429			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-7.558			
Emissioner i perioden	147.584	196.695			
Indløsninger i perioden		0			
Emissionstillæg		209			
Indløsningsfradrag		0			
Periodens Resultat		145.872			
Medlemmernes formue (ultimo)	1.263.667	1.608.158			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	10,63	7,53	11,01	7,71	0,02
Benchmarkafkast (pct.)	10,48	7,57	11,49	7,55	-0,79
Indre værdi pr. andel	127,26	102,18	101,97	94,34	81,17
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	145.872	68.116	134.366	90.075	63
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.263.667	985.883	1.266.893	1.041.838	127.065
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.608.158	1.007.327	1.291.845	982.819	103.145
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,26	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	1,49				
Sharpe Ratio Afdeling	1,54				
Volatilitet Benchmark i %	8,99				
Volatilitet Afdeling i %	8,86				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.600.158	99,5	1.339.254	99,6	
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	4.511	0,3	2.375	0,2	
Andre aktiver / Anden gæld	3.489	0,2	2.740	0,2	
Fordelinger (i pct)					
Sektorfordeling	30.06.2015	31.12.2014	Geografisk fordeling	30.06.2015	31.12.2014
Energi	2,56	2,31	Danmark	0,46	0,00
Finans	15,86	13,77	Fjernøsten ex. Japan	7,17	7,12
Forbrugsgoder	10,04	12,95	Japan	10,48	13,15
Forsyning	8,19	3,30	likvider m.m.	0,54	0,38
Industri	6,32	8,19	Mellemøsten & Afrika	0,89	0,96
IT	8,59	14,41	Nordamerika	57,13	67,25
Konsumentvarer	14,84	15,58	Nordeuropa	11,96	7,85
likvider m.m.	0,50	0,38	Storbritannien	3,35	3,14
Materialer	6,82	5,16	Sydamerika	0,25	0,00
Sundhedspleje	17,17	17,29	Sydeuropa	7,77	0,15
Telekommunikation	8,18	6,66			

■ INDEX Japan Growth

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 21,28 %, mens benchmark steg med 21,13 %. Afdelingens afkast var således positivt og højere 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 steg over 20 % godt hjulpet af 7% stigning i den japanske valuta. Globalt set var det et afkast, som hører til i den høje ende. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder udviklingen i olieprisen.

Stilmæssigt har det indtil videre været et år i tråd med vores forventninger, og derfor har vækstaktier givet et lidt lavere afkast end value-aktier og små 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 aktier i 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 fortsat positivt afkast i resten af 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 og dens benchmark-indeks vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI Japan. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil give et lavere afkast end MSCI Japan, da vækst 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-1	0
Renteudgifter	-1	0
Udbytter	1.162	4.587
I alt renter og udbytter	1.160	4.587
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	38.015	-8.571
Valutakonti	-1.374	338
Handelsomkostninger	103	78
I alt kursgevinster og -tab	36.538	-8.311
I alt nettoindtægter	37.698	-3.724
Administrationsomkostninger	319	1.247
Resultat før skat	37.379	-4.971
Skat	168	696
Halvårets nettoresultat	37.211	-5.667

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.173	1.076
Likvider	2.173	1.076
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	142.739	568.530
Kapitalandele	142.739	568.530
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	46	240
Andre tilgodehavender	1	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	600	0
Andre aktiver	647	240
Aktiver	145.559	569.846
Passiver		
Medlemmernes formue	143.299	569.842
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	2	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.258	0
Anden gæld	2.260	4
Passiver	145.559	569.846

INDEX Japan Growth

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	849.812	569.842			
Emissioner i perioden	45.084	36.720			
Indløsninger i perioden	-718.685	-501.369			
Emissionstillæg		63			
Indløsningsfradrag		832			
Periodens Resultat		37.211			
Medlemmernes formue (ultimo)	176.211	143.299			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	21,28	-0,75	20,87	5,98	-11,93
Benchmarkafkast (pct.)	21,13	0,04	21,24	6,25	-11,20
Indre værdi pr. andel	81,32	60,70	58,42	47,73	47,13
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	37.211	-5.667	11.618	3.333	-8.368
Cirkulerende kapital (t.kr.)	176.211	853.397	161.797	115.397	130.697
Medlemmernes formue (t.kr.)	143.299	518.020	94.514	55.083	61.591
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,24	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	0,82				
Sharpe Ratio Afdeling	0,76				
Volatilitet Benchmark i %	13,35				
Volatilitet Afdeling i %	9,08				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	142.739	99,6	568.530	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	2.173	1,5	1.076	0,2	
Andre aktiver / Anden gæld	-1.613	-1,1	236	0,0	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	1,19	0,00	Japan	99,61	99,77
Energi	0,00	0,79	likvider m.m.	0,39	0,23
Finans	8,37	13,27			
Forbrugsgoder	23,97	26,93			
Forsyning	1,02	0,18			
Industri	23,31	16,44			
IT	13,08	21,39			
Konsumentvarer	8,77	8,02			
likvider m.m.	0,39	0,23			
Materialer	6,74	4,77			
Sundhedspleje	7,76	6,68			
Telekommunikation	5,40	1,30			

■ INDEX Japan Small Cap

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 24,67 %, mens benchmark steg med 24,19 %. Afdelingens afkast var således positivt og højere 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, men porteføljen er meget lille og da benchmark indeholder knap 900 aktier, har vi i perioder sværere ved at følge udsvingene i markedet. For at undgå øgede handelsomkostninger, accepterer vi til en vis grænse denne højere risiko. De seneste tre års tracking error er fortsat tilfredsstillende lav, men den må forventes at stige.

Japanske aktier steg over 20 % godt hjulpet af 7 % stigning i den japanske valuta. Globalt set var det et afkast, som hører til i den høje ende. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder udviklingen i olieprisen.

Stilmæssigt har det indtil videre været et år i tråd med vores forventninger, og derfor har vækstaktier givet et lidt lavere afkast end value-aktier og små 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 noget 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 aktier i 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 fortsat positivt afkast i resten af 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 og dens benchmark-indeks vil gøre det lidt bedre end MSCI Japan. Også på lang sigt er det vores vurdering, at afdelingen vil give et højere afkast 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 til stede.

INDEX Japan Small Cap

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Udbytter	314	567
I alt renter og udbytter	314	567
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	5.424	1.571
Valutakonti	-11	7
Handelsomkostninger	0	2
I alt kursgevinster og -tab	5.413	1.576
I alt nettoindtægter	5.727	2.143
Administrationsomkostninger	69	124
Resultat før skat	5.658	2.019
Skat	46	89
Halvårets nettoresultat	5.612	1.930

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	271	77
Likvider	271	77
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	29.296	22.578
Kapitalandele	29.296	22.578
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	26	22
Andre aktiver	26	22
Aktiver	29.593	22.677
Passiver		
Medlemmernes formue	29.593	22.677
Passiver	29.593	22.677

INDEX Japan Small Cap

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	25.740	22.677			
Emissioner i perioden	1.200	1.301			
Indløsninger i perioden		0			
Emissionstillæg		3			
Indløsningsfradrag		0			
Periodens Resultat		5.612			
Medlemmernes formue (ultimo)	26.940	29.593			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	24,67	4,03	11,61	3,86	-6,13
Benchmarkafkast (pct.)	24,19	6,70	15,03	4,17	-6,45
Indre værdi pr. andel	109,85	84,11	77,34	71,20	65,45
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	5.612	1.932	4.646	1.647	-2.495
Cirkulerende kapital (t.kr.)	26.940	61.857	63.358	61.360	61.950
Medlemmernes formue (t.kr.)	29.593	52.031	49.001	43.689	40.549
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,25	0,26	0,25
Sharpe Ratio Benchmark	0,80				
Sharpe Ratio Afdeling	0,73				
Volatilitet Benchmark i %	14,29				
Volatilitet Afdeling i %	14,00				
	30.06.2015	31.12.2014			
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	29.296	99,0	22.578	99,6	
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	271	0,9	77	0,3	
Andre aktiver / Anden gæld	26	0,1	22	0,1	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
Energi	0,00	0,84	Japan	99,00	99,57
Finans	21,87	24,71	likvider m.m.	1,00	0,43
Forbrugsgoder	16,87	17,41			
Forsyning	1,31	0,42			
Industri	23,21	25,02			
IT	11,93	10,49			
Konsumentvarer	9,66	7,83			
likvider m.m.	1,00	0,43			
Materialer	8,87	7,83			
Sundhedspleje	5,27	5,01			

■ INDEX Japan Value

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 26,48 %, mens benchmark steg med 26,14 %. Afdelingens afkast var således positivt og højere 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 steg over 20 % godt hjulpet af 7% stigning i den japanske valuta. Globalt set var det et afkast, som hører til i den høje ende. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder udviklingen i olieprisen.

Stilmæssigt har det indtil videre været et år i tråd med vores forventninger, og derfor har vækstaktier givet et lidt lavere afkast end value-aktier og små 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 aktier i 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 fortsat positivt afkast i resten af 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 og dens benchmark-indeks vil gøre det bedre eller dårligere end MSCI Japan. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil give et højere afkast end MSCI Japan, da value historisk har gjort det bedre end vækst.

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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteudgifter	0	0
Udbytter	1.363	2.104
I alt renter og udbytter	1.363	2.104
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	20.767	1.067
Valutakonti	91	50
Handelsomkostninger	35	6
I alt kursgevinster og -tab	20.823	1.111
I alt nettoindtægter	22.186	3.215
Administrationsomkostninger	253	386
Resultat før skat	21.933	2.829
Skat	203	321
Halvårets nettoresultat	21.730	2.508

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.480	161
Likvider	1.480	161
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	110.657	79.643
Kapitalandele	110.657	79.643
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	106	121
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	279	5
Andre aktiver	385	126
Aktiver	112.522	79.930
Passiver		
Medlemmernes formue	111.387	79.925
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	3	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.132	5
Anden gæld	1.135	5
Passiver	112.522	79.930

INDEX Japan Value

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	96.504	79.925			
Emissioner i perioden	28.433	29.812			
Indløsninger i perioden	-18.600	-20.175			
Emissionstillæg		95			
Indløsningsfradrag		0			
Periodens Resultat		21.730			
Medlemmernes formue (ultimo)	106.337	111.387			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	26,48	1,74	14,42	4,58	-15,40
Benchmarkafkast (pct.)	26,14	2,52	15,10	4,82	-12,39
Indre værdi pr. andel	104,75	79,64	77,60	69,03	66,69
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	21.730	2.508	18.310	6.331	-22.431
Cirkulerende kapital (t.kr.)	106.337	202.829	222.729	190.433	210.558
Medlemmernes formue (t.kr.)	111.387	161.523	172.839	131.456	140.425
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,25	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	0,60				
Sharpe Ratio Afdeling	0,51				
Volatilitet Benchmark i %	14,72				
Volatilitet Afdeling i %	11,29				

	30.06.2015 i 1.000 kr.	Andel	31.12.2014 i 1.000 kr.	Andel
Aktivfordeling				
Børsnoterede finansielle instrumenter	110.657	99,3	79.643	99,6
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	1.480	1,3	161	0,2
Andre aktiver / Anden gæld	-750	-0,7	121	0,2

Fordelinger

	30.06.2015 I pct.	31.12.2014 I pct.		30.06.2015 I pct.	31.12.2014 I pct.
Sektorfordeling			Geografisk fordeling		
Energi	1,39	2,63	Japan	99,35	99,65
Finans	31,69	28,39	likvider m.m.	0,65	0,35
Forbrugsgoder	20,52	22,08			
Forsyning	4,09	0,94			
Industri	14,05	21,14			
IT	8,30	3,46			
Konsumentvarer	4,34	4,63			
likvider m.m.	0,66	0,35			
Materialer	4,35	5,98			
Sundhedspleje	5,66	5,26			
Telekommunikation	4,97	5,14			

■ INDEX OMX C20 Capped

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	27.08.2012
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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 23,21 %, mens benchmark steg med 23,61 %. Afdelingens afkast var således positivt, men lavere end benchmark. Vores forventninger om et moderat afkast for danske aktier holdt på ingen måder stik. Tværtimod bliver danske aktier ved med at buldre derudaf, og målt over en 10 årig periode er Danmark det marked, der har leveret det højeste afkast i Europa. Det er naturligvis rigtigt glædeligt, og fortsat er det de helt store aktier, som denne afdeling indeholder, der har trukket det største læs.

Afdelingens afkast er samlet set yderst tilfredsstillende.

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 aktier i eksempelvis 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 resten af 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 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteudgifter	-2	0
Udbytter	10.158	1.825
I alt renter og udbytter	10.156	1.825
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	45.037	18.755
Handelsomkostninger	23	29
I alt kursgevinster og -tab	45.014	18.726
I alt nettoindtægter	55.170	20.551
Administrationsomkostninger	758	307
Resultat før skat	54.412	20.244
Skat	133	44
Halvårets nettoresultat	54.279	20.200

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	169	537
Likvider	169	537
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	316.955	206.610
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.629	5.849
Kapitalandele	325.584	212.459
Andre aktiver		
Andre tilgodehavender	5	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	3.232
Andre aktiver	5	3.232
Aktiver	325.758	216.228
Passiver		
Medlemmernes formue	325.758	212.660
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	12
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	3.556
Anden gæld	0	3.568
Passiver	325.758	216.228

INDEX OMX C20 Capped

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.		
Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue (primo)	132.270	212.660		
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-4.894		
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-988		
Emissioner i perioden	35.206	64.611		
Indløsninger i perioden		0		
Emissionstillæg		90		
Indløsningsfradrag		0		
Periodens Resultat		54.279		
Medlemmernes formue (ultimo)	167.476	325.758		
Nøgletal 1				
	2015	2014	2013	
Afkast (pct.)	23,21	19,77	7,47	
Benchmarkafkast (pct.)	23,61	20,23	8,06	
Indre værdi pr. andel	194,51	161,65	111,31	
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	54.279	20.200	1.434	
Cirkulerende kapital (t.kr.)	167.476	91.300	50.039	
Medlemmernes formue (t.kr.)	325.758	147.584	55.697	
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25		
Sharpe Ratio Benchmark	2,40			
Volatilitet Benchmark i %	11,27			
Volatilitet Afdeling i %	2,24			
Aktivfordeling				
	30.06.2015 i 1.000 kr.	Andel	31.12.2014 i 1.000 kr.	Andel
Børsnoterede finansielle instrumenter	325.584	99,9	212.459	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	169	0,1	537	0,3
Andre aktiver / Anden gæld	5	0,0	-336	-0,2
Fordelinger				
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.
Finans	20,21	21,90	Danmark	97,30
Forbrugsgoder	7,92	6,51	likvider m.m.	0,05
Industri	26,63	26,62	Skandinavien	2,65
IT	0,00	2,35		
Konsumentvarer	5,77	5,33		
likvider m.m.	0,05	0,09		
Materialer	9,29	2,91		
Sundhedspleje	26,72	30,40		
Telekommunikation	3,41	3,89		

INDEX Stabile Obligationer

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

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

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen skal styres ud fra en indeksstrategi, med mulighed for afvigelse fra markedsindeks for at optimere afkastet. Dette indebærer, at portefølje-sammensætningen foretages, så risikoprofilen afspejler det pågældende markedsindeks under hensyntagen til det foruddefinerede tracking error-niveau, og således at den korrigerede varighed ikke overstiger 3 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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på -0,49 %, mens benchmark faldt med -0,44 %. Afdelingens afkast er – på trods af det lave renteniveau ved indgangen til 2015 – utilfredsstillende i absolutte termer og under niveauet for de forventninger, der blev meddelt i årsrapporten for 2014. Relativt til benchmark er afkastet imidlertid tilfredsstillende, eftersom formålet med indeksstrategien er at generere afkast på niveau med benchmark.

Det danske stats- og realkreditmarked har været præget af store kursudsving gennem 1. halvår af 2015. Fra årets start og frem til midten af februar faldt renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 0,80 % til kun 0,05 %. Rentefaldet var primært drevet af, at den schweiziske centralbank den 15. januar overraskede de finansielle markeder ved at droppe valutaloftet på den schweiziske franc i forhold til euroen, og det var sekundært drevet af, at ECB den 22. januar annoncerede et massivt opkøbsprogram for europæiske statsobligationer. De finansielle markeder begyndte nemlig at spekulere i, at Danmark måske også kunne blive presset til at droppe fastkurspolitikken, og som modsvar handlede Nationalbanken med en blanding af valutaintervention og rentenedsættelser samt ved at stoppe for udstedelsen af statsobligationer. De efterfølgende to måneder var kendetegnet ved noget mere stabilitet, eftersom Nationalbanken "vandt første runde af kampen mod spekulanterne" i midten af februar måned, hvorefter det opadgående pres på danske kroner aftog gradvist. Fra midten af april og frem til midten af juni måned steg renten på den 10-årige danske statsobligation med næsten 1 % til over 1,10 %. I vores øjne var rentestigningen primært drevet af forbedrede makroøkonomiske udsigter for Europa. Konsensusforventningen til den årlige europæiske BNP-vækst er steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på 1,50 % for 2015 (op fra 1,1 % i januar), og baseret på prissætningen af inflations-swaps er forventningen til den gennemsnitlige årlige europæiske inflationsrate "startende om 5 år og 5 år frem" ligeledes steget gradvist i løbet af 1. halvår og ligger nu på over 1,80 % (op fra 1,60 % i januar). Renten på den 10-årige danske statsobligation faldt dog efterfølgende lidt tilbage og sluttede halvåret lige under 1 %. Samlet set var 1. halvår af 2015 således hårdt for danske obligationer. Stats- og rentetilpasningsobligationer med løbetider ud til tre år gav positive afkast på 0,20-0,50 % qua de faldende renter i den korte ende af kurven. Variabelt forrentede obligationer gav positive afkast på 0-0,50 %, dels pga. den lave renterisiko og dels pga. indførelsen af en nedre grænse for kuponfastsættelsen på 0. Stort set alle andre danske obligationer gav negative afkast. Høj kupon konverterbare obligationer (f.eks. 4 %'41 og 5 %'38) gav overordnet set negative afkast på 0-1,25 %, dog med en stor variation mellem kuponer, løbetider og udstedere. Statsobligationer, rentetilpasningsobligationer og lavkuponkonverterbare obligationer med varigheder på 6-7 år gav negative afkast i størrelsesordenen af 0,75 %, 2,50 % og 3,50 %.

Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen kan i henhold til vedtægter og prospekt investere i guldrandede udenlandske obligationer denomineret i EUR. Markedsrisikoen på disse obligationer kan afvige fra danske obligationer, ligesom landespecifik risiko kan påvirke afkastet. Denne mulighed har dog ikke været udnyttet siden frasalget af beholdningen af finske statsobligationer sidste år.

Forventninger

Vi ser argumenter for både stigende og faldende renter. I Danmark kan vi godt forestille os, at Nationalbanken hæver indskudsbevisrenten til måske -0,50 % fra -0,75 %, om end det næppe vil have den store betydning for obligationsmarkedet. Den primære risiko for markante rentestigninger kommer fra USA, hvor der er en risiko for, at den amerikanske centralbank hæver renterne hurtigere og kraftigere, end markedet forventer. Der er imidlertid også forhold, som taler for faldende renter, herunder primært den tiltagende politiske usikkerhed omkring Grækenlands medlemskab af eurosamarbejdet, og sekundært makroøkonomiske følgevirkninger fra sommerens markante kursfald på det kinesiske aktiemarked.

Vi forventer, at afdelingen vil give et afkast i størrelsesordenen af +0,50 % i 2. halvår 2015.

INDEX Stabile Obligationer

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	7.354	4.188
Renteudgifter	-34	0
I alt renter og udbytter	7.320	4.188
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-10.178	947
Valutakonti	-1	-9
Handelsomkostninger	2	0
I alt kursgevinster og -tab	-10.181	938
I alt nettoindtægter	-2.861	5.126
Administrationsomkostninger	734	406
Resultat før skat	-3.595	4.720
Halvårets nettoresultat	-3.595	4.720

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	36.151	6.152
Likvider	36.151	6.152
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	571.970	510.028
Obligationer	571.970	510.028
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	6.116	6.290
Andre tilgodehavender	11	11
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	7.715
Andre aktiver	6.127	14.016
Aktiver	614.248	530.196
Passiver		
Medlemmernes formue	614.247	520.032
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1	3
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	10.161
Anden gæld	1	10.164
Passiver	614.248	530.196

INDEX Stabile Obligationer

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	363.773	520.032			
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)		0			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-8.731			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.154			
Emissioner i perioden	75.319	107.592			
Indløsninger i perioden		0			
Emissionstillæg		103			
Indløsningsfradrag		0			
Periodens Resultat		-3.595			
Medlemmernes formue (ultimo)	439.092	614.247			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	-0,49	2,02	-0,74	1,78	0,46
Benchmarkafkast (pct.)	-0,44	2,64	-1,43	1,80	0,15
Indre værdi pr. andel	139,89	142,35	138,66	135,14	121,86
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-3.595	4.720	-14.841	37.865	12.825
Cirkulerende kapital (t.kr.)	439.092	338.963	1.424.730	1.372.349	1.401.007
Medlemmernes formue (t.kr.)	614.247	482.517	1.975.560	1.854.563	1.707.268
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,12	0,12	0,03	0,04	0,04
Sharpe Ratio Benchmark	0,75				
Sharpe Ratio Afdeling	0,78				
Volatilitet Benchmark i %	3,39				
Volatilitet Afdeling i %	3,26				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	571.970	93,1	510.028	98,1	
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	36.151	5,9	6.152	1,2	
Andre aktiver / Anden gæld	6.126	1,0	3.852	0,7	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014		30.06.2015	31.12.2014
Segmentfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
Inkonv. obl.	66,77	67,29	Danmark	93,12	98,08
Konv. obl.	13,92	15,29	likvider m.m.	6,88	1,92
likvider m.m.	6,88	1,92			
stater	12,42	15,50			

■ INDEX USA Growth

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	18.05.2001
Investeringskoncept:	Indeksbaseret
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	1029827
Risikoklasse:	6

Afdelingens investeringspolitik

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

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 12,94 %, mens benchmark steg med 13,48 %. 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.

På trods af en fortsat stigning i udviklingen i den amerikanske dollar, kunne amerikanske aktier dog ikke helt følge med udviklingen i fx Japan og Europa. Specielt Japan steg meget, over 20 %, godt hjulpet af 7 % stigning i den japanske valuta. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder udviklingen i olieprisen.

Det er fortsat vækstaktierne, der trækker læsset i USA. Men også de mindre aktier (small cap) har haft et godt halvår.

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 aktier i 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 lavere, men positivt afkast for resten af 2015. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen og dens benchmark-indeks vil give et lavere eller højere afkast end MSCI USA. På lang sigt er det dog vores vurdering, at afdelingen vil gøre det lidt dårligere end MSCI USA, da vækst 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-3	-2
Renteudgifter	-1	0
Udbytter	4.477	4.802
I alt renter og udbytter	4.473	4.800
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	91.279	49.234
Valutakonti	-145	-143
Handelsomkostninger	44	32
I alt kursgevinster og -tab	91.090	49.059
I alt nettoindtægter	95.563	53.859
Administrationsomkostninger	1.798	1.861
Resultat før skat	93.765	51.998
Skat	685	668
Halvårets nettoresultat	93.080	51.330

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.407	1.159
Likvider	1.407	1.159
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	655.644	656.413
Kapitalandele	655.644	656.413
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	278	529
Andre tilgodehavender	9	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	182	5.369
Aktuelle skatteaktiver	2	4
Andre aktiver	471	5.902
Aktiver	657.522	663.474
Passiver		
Medlemmernes formue	657.340	658.618
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	19
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	182	4.837
Anden gæld	182	4.856
Passiver	657.522	663.474

INDEX USA Growth

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	507.205	658.618			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-39.055			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.733			
Emissioner i perioden	33.605	45.481			
Indløsninger i perioden	-68.800	-99.304			
Emissionstillæg		80			
Indløsningsfradrag		173			
Periodens Resultat		93.080			
Medlemmernes formue (ultimo)	472.010	657.340			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	12,94	7,13	11,97	12,58	-2,40
Benchmarkafkast (pct.)	13,48	6,68	11,95	13,15	-1,98
Indre værdi pr. andel	139,26	106,97	88,14	77,36	65,28
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	93.080	51.330	76.684	46.064	-10.395
Cirkulerende kapital (t.kr.)	472.010	664.419	852.519	578.749	526.599
Medlemmernes formue (t.kr.)	657.340	710.726	751.402	447.712	343.760
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,25	0,26	0,26
Sharpe Ratio Benchmark	1,84				
Sharpe Ratio Afdeling	1,81				
Volatilitet Benchmark i %	10,14				
Volatilitet Afdeling i %	10,22				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	655.644	99,7	656.413	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	1.407	0,2	1.159	0,2	
Andre aktiver / Anden gæld	289	0,0	1.046	0,2	
Fordelinger					
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	
Sektorfordeling	l pct.	l pct.	Geografisk fordeling	l pct.	l pct.
	0,20	0,00	Fjernøsten ex. Japan	0,58	0,93
Energi	4,69	5,66	likvider m.m.	0,29	0,33
Finans	7,97	7,23	Nordamerika	96,00	95,72
Forbrugsgoder	22,85	20,61	Nordeuropa	0,20	0,37
Industri	10,19	13,98	Storbritannien	2,93	2,64
IT	26,11	27,67			
Konsumentvarer	6,03	5,93			
likvider m.m.	0,26	0,33			
Materialer	2,68	2,44			
Sundhedspleje	18,62	15,78			
Telekommunikation	0,43	0,37			

■ INDEX USA Small Cap

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 13,02 %, mens benchmark steg med 13,61 %. 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.

På trods af en fortsat stigning i udviklingen i den amerikanske dollar kunne amerikanske aktier dog ikke helt følge med udviklingen i fx Japan og Europa. Specielt Japan steg meget, over 20 %, godt hjulpet af 7% stigning i den japanske valuta. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder udviklingen i olieprisen.

Det er fortsat vækstaktierne, der trækker læsset i USA. Men også de mindre aktier (small cap) har haft et godt halvår.

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 noget 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 aktier i 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 lavere, men positivt afkast for resten af 2015. På lang sigt er det vores vurdering, at afdelingen og dens benchmark-indeks vil give et højere afkast 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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-1	0
Udbytter	1.300	1.169
I alt renter og udbytter	1.299	1.169
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	22.702	8.544
Valutakonti	26	-31
Handelsomkostninger	41	27
I alt kursgevinster og -tab	22.687	8.486
I alt nettoindtægter	23.986	9.655
Administrationsomkostninger	481	366
Resultat før skat	23.505	9.289
Skat	261	252
Halvårets nettoresultat	23.244	9.037

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	633	451
Likvider	633	451
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	183.896	164.162
Kapitalandele	183.896	164.162
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	187	214
Andre tilgodehavender	2	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.201	869
Andre aktiver	1.390	1.083
Aktiver	185.919	165.696
Passiver		
Medlemmernes formue	185.559	164.825
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	0	4
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	360	867
Anden gæld	360	871
Passiver	185.919	165.696

INDEX USA Small Cap

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	112.315	164.825			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-16.173			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-1.454			
Emissioner i perioden	12.141	19.061			
Indløsninger i perioden	-2.500	-3.977			
Emissionstillæg		28			
Indløsningsfradrag		5			
Periodens Resultat		23.244			
Medlemmernes formue (ultimo)	121.956	185.559			
Nøgletal 1					
	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	13,02	6,40	16,63	8,04	-3,04
Benchmarkafkast (pct.)	13,61	6,48	17,37	11,20	-0,26
Indre værdi pr. andel	152,15	127,92	106,09	89,23	83,82
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	23.244	9.037	12.285	2.618	-1.009
Cirkulerende kapital (t.kr.)	121.956	109.615	104.694	54.427	34.857
Medlemmernes formue (t.kr.)	185.559	140.219	111.071	48.566	29.216
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,25	0,26	0,25
Sharpe Ratio Benchmark	1,40				
Sharpe Ratio Afdeling	1,28				
Volatilitet Benchmark i %	12,69				
Volatilitet Afdeling i %	13,08				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	183.896	99,1	164.162	99,6	
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	633	0,3	451	0,3	
Andre aktiver / Anden gæld	1.030	0,6	212	0,1	
Fordelinger (i pct)					
Sektorfordeling	30.06.2015	31.12.2014	Geografisk fordeling	30.06.2015	31.12.2014
Energi	4,02	3,06	likvider m.m.	1,08	0,40
Finans	21,87	21,93	Nordamerika	97,68	98,06
Forbrugsgoder	13,79	17,25	Storbritannien	0,48	0,75
Forsyning	3,94	3,34	Sydamerika	0,75	0,78
Industri	15,11	15,76			
IT	17,72	15,65			
Konsumentvarer	2,30	3,08			
likvider m.m.	0,90	0,40			
Materialer	5,32	7,28			
Sundhedspleje	12,75	12,25			

■ INDEX USA Value

Beretning for halvåret 2015

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 halvåret 2015

Afdelingen gav i halvåret 2015 et afkast på 7 %, mens benchmark steg med 7,15 %. 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.

På trods af en fortsat stigning i udviklingen i den amerikanske dollar kunne amerikanske aktier dog ikke helt følge med udviklingen i fx Japan og Europa. Specielt Japan steg meget, over 20 %, godt hjulpet af 7 % stigning i den japanske valuta. Første halvår af 2015 har været relativt roligt sammenlignet med afslutningen på 2014, hvilket også gælder udviklingen i olieprisen.

Stilmæssigt har value-aktier haft det lidt svært, mens vækstaktier og de mindre aktier (small cap) har haft et rigtigt godt halvår med afkast på 13 %.

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 aktier i 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 lavere, men positivt afkast for resten af 2015. Vi kan ikke vurdere, om afdelingen og dens benchmark-indeks vil give et lavere eller højere afkast 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 vækst.

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

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse

	30.06.2015	30.06.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Renter og udbytte		
Renteindtægter	-2	-1
Renteudgifter	-1	0
Udbytter	7.412	5.584
I alt renter og udbytter	7.409	5.583
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	32.404	28.560
Valutakonti	243	29
Handelsomkostninger	23	23
I alt kursgevinster og -tab	32.624	28.566
I alt nettoindtægter	40.033	34.149
Administrationsomkostninger	1.310	1.012
Resultat før skat	38.723	33.137
Skat	1.082	855
Halvårets nettoresultat	37.641	32.282

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	i 1.000 kr.	i 1.000 kr.
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.764	1.111
Likvider	1.764	1.111
Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	496.557	498.503
Kapitalandele	496.557	498.503
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	716	792
Andre tilgodehavender	4	0
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.360	1.815
Aktuelle skatteaktiver	8	2
Andre aktiver	2.088	2.609
Aktiver	500.409	502.223
Passiver		
Medlemmernes formue	499.046	500.256
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	3	19
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.360	1.948
Anden gæld	1.363	1.967
Passiver	500.409	502.223

INDEX USA Value

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.			
Medlemmernes formue					
Medlemmernes formue (primo)	527.979	500.256			
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31/12		-10.560			
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		274			
Emissioner i perioden	31.316	30.896			
Indløsninger i perioden	-57.500	-59.584			
Emissionstillæg		42			
Indløsningsfradrag		81			
Periodens Resultat		37.641			
Medlemmernes formue (ultimo)	501.795	499.046			
Nøgletal 1	2015	2014	2013	2012	2011
Afkast (pct.)	7,00	8,22	17,75	9,51	-2,94
Benchmarkafkast (pct.)	7,15	8,21	17,93	10,04	-1,89
Indre værdi pr. andel	99,45	80,66	70,07	59,11	52,42
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	37.641	32.282	53.551	28.063	-9.995
Cirkulerende kapital (t.kr.)	501.795	544.294	577.524	500.414	544.714
Medlemmernes formue (t.kr.)	499.046	439.017	404.677	295.807	285.531
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,25	0,25	0,25	0,26	0,25
Sharpe Ratio Benchmark	1,64				
Sharpe Ratio Afdeling	1,57				
Volatilitet Benchmark i %	9,26				
Volatilitet Afdeling i %	9,43				
	30.06.2015		31.12.2014		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	496.557	99,5	498.503	99,6	
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	1.764	0,4	1.111	0,2	
Andre aktiver / Anden gæld	725	0,1	642	0,1	
Fordelinger (i pct)					
Sektorfordeling	30.06.2015	31.12.2014	Geografisk fordeling	30.06.2015	31.12.2014
Energi	11,74	11,78	likvider m.m.	0,78	0,35
Finans	24,03	24,05	Nordamerika	95,98	97,02
Forbrugsgoder	4,88	5,49	Nordeuropa	1,62	1,50
Forsyning	5,56	3,45	Storbritannien	1,62	1,13
Industri	8,41	9,26			
IT	13,30	15,59			
Konsumentvarer	10,51	11,11			
likvider m.m.	0,50	0,35			
Materialer	3,31	3,39			
Sundhedspleje	12,85	11,39			
Telekommunikation	4,30	4,14			

■ Mix Høj Risiko

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	27.05.2015
Investeringskoncept:	Blandet
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6062334
Risikoklasse:	4

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer via andre investeringsforeningsafdelinger i en bred og veldiversificeret portefølje med eksponering til aktier, realkreditobligationer, statsobligationer fra udviklede lande, emerging markets-statsobligationer, high yield-erhvervsobligationer, investment grade-erhvervsobligationer og kontanter. Den overordnede allokering er strategisk og optimeret til at give det bedst mulige afkast - givet, at den totale porteføljerisiko skal være høj. Eksponeringen til de enkelte aktivklasser etableres via investering i andre investeringsforeningsafdelinger, som hver især følger specifikke strategier og samlet set passer til afdelingens risikoprofil. Aktieeksponeringen er således specielt etableret for at få gavn af value-, small cap- og momentum-faktorerne, ligesom eksponeringen til erhvervsobligationer også søges via mindre udstedelser, lav nettogæld og stærke aktiver som sikkerheder. For stats- og realkreditobligationer følges blot en strategi, hvor porteføljeværdigheden holdes konstant inden for et snævert bånd. Grundet afdelingens strategiske sammensætning er afdelingens benchmark sammensat af en række aktie- og obligationsindeks for at kunne give det mest retvisende sammenligningsgrundlag.

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav siden sin lancering den 1. juni 2015 et afkast på -4,07 %, mens benchmark faldt med -4,23%. 65 % af afdelingen er investeret i en meget bredt diversificeret aktieallokering. I det MSCI World (EUR) faldt 4,4 % i halvåret, blev afdelingen også ramt, men aktieallokeringen klarede sig marginalt bedre. Dette skyldes primært en beskedent overvægt til japanske aktier og emerging markets, som generelt klarede sig bedre end aktieallokerings benchmark i perioden. 5,5 % af afdelingen er investeret i high yield-erhvervsobligationer. Benchmark for denne eksponering faldt 2,64 % i den halvåret, men afdelingens investeringer i denne kategori faldt kun 1,57 %. Dette skyldes et relativt stærkt afkast fra specielt energirelaterede erhvervsobligationer, som ellers generelt har været presset i det seneste halve år. 20 % af afdelingen er investeret i europæiske stats- og realkreditobligationer med en klar overvægt af førstnævnte. Varigheden for denne eksponering er cirka 6,1, så da renterne generelt steg betragteligt i juni måned, led afdelingen også et tab på denne eksponering. Mod slutningen af halvåret faldt renterne dog tilbage, således at det samlede tab for afdelingens eksponering til dette segment begrænsedes til 1,9 %. 2,5 % af afdelingen er investeret i nye obligationsmarkeder (dvs. emerging markets-statsobligationer). Som følge af de generelle rentestigninger i juni måned led denne eksponering et tab på 1,97 % i denne måned. Udviklingen ser efterfølgende ud til at være stabiliseret. 6 % af afdelingen er investeret i investment grade-erhvervsobligationer, som gennem juni måned gav et negativt afkast på 1,75 %. Benchmark tabte i samme periode 1,71 %. Usikkerheden vedrørende Grækenlands gældssituation trak kreditspændene ud over en bred kam, hvilket var hovedårsagen til det negative afkast for såvel afdelingen som markedet generelt. Afdelingens afkast er samlet set tilfredsstillende set i forhold til benchmark.

Afdelingsspecifikke risici

Givet afdelingens meget brede diversificering vurderes det, at de væsentligste risici for investorerne består i de forskellige aktivklassers udvikling. I det aktieeksponeringen er den mest risikable og den største eksponering i afdelingen, bidrager udviklingen heri til risikoen for investorer, og et større fald i aktiemarkedet udgør dermed den væsentligste risiko. Dertil kommer, at den største eksponering til en aktivklasse i afdelingen udgøres af europæiske stats- og realkreditobligationer. Større rentestigninger kan dermed også forringe afkastet i afdelingen. Selvom obligationseksponerings varighed (rentefølsomhed) er stor, er den samlede eksponering til obligationer som aktivklasse beskedent, så selv større rentestigninger vil have begrænset effekt på fremtidige afkast i afdelingen.

Forventninger

Porteføljens største eksponering er til aktier, som også vurderes at bidrage mest til afdelingens samlede afkast. Med den nuværende geografiske eksponering til aktier vurderes det, at denne del af porteføljen vil kunne give et afkast på omkring 7 % om året. Porteføljens næststørste eksponering er rettet imod stats- og realkreditobligationer, hvis effektive renter er tæt på det lavest historisk observerede. Vedvarende fald i renterne fra de nuværende niveauer er mulige, men usandsynlige. Det forekommer mest sandsynligt, at renteniveauerne vil være moderat stigende over de kommende år – i takt med at væksten kommer tilbage, arbejdsmarkederne normaliseres, og inflationsforventningerne stiger. Dermed vil afkastet fra obligations-eksponeringen være begrænset, og dens primære funktion vil derfor være at begrænse risikoen for investor fra de øvrige og mere risikable aktivklasser. De samme betragtninger kan gøres om eksponeringen til high yield-erhvervsobligationer, hvor afkastet dog formentlig vil være højere fremadrettet, og det samme gør sig gældende for eksponeringen til investment grade-erhvervsobligationer. Givet de ovenstående afkastbetragtninger er det vores forventning, at porteføljen som helhed vil kunne give et afkast på 4-7 % om året de kommende år.

Mix Høj Risiko

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse (27.05.2015 - 30.06.2015)

30.06.2015
i 1.000 kr.

Renter og udbytte

Kursgevinster og -tab

Kapitalandele -1.435

I alt kursgevinster og -tab -1.435

I alt nettoindtægter -1.435

Administrationsomkostninger 23

Resultat før skat -1.458

Halvårets nettoresultat -1.458

Balance (27.05.2015 - 30.06.2015)

30.06.2015
i 1.000 kr.

Aktiver

Likvide midler

Indestående i depotselskab 306

Likvider 306

Kapitalandele

Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger 31.326

Kapitalandele 31.326

Andre aktiver

Andre tilgodehavender 26

Andre aktiver 26

Aktiver 31.658

Passiver

Medlemmernes formue 31.658

Passiver 31.658

Mix Høj Risiko

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.	
Medlemmernes formue			
Emissioner i perioden	33.000	32.604	
Emissionstillæg		512	
Periodens Resultat		-1.458	
Medlemmernes formue (ultimo)	33.000	31.658	
Nøgletal 1 2015			
Afkast (pct.)	-4,07		
Benchmarkafkast (pct.)	-4,23		
Indre værdi pr. andel	95,93		
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-1.458		
Cirkulerende kapital (t.kr.)	33.000		
Medlemmernes formue (t.kr.)	31.658		
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,21		
Sharpe Ratio Benchmark	1,61		
Volatilitet Benchmark i %	6,38		
	30.06.2015		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	31.326	94,6	
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	306	0,9	
Andre aktiver / Anden gæld	26	0,1	
Fordelinger			
	30.06.2015	30.06.2015	
Segmentfordeling	I pct.	Geografisk fordeling	I pct.
Aktier - Index Enhanced	7,06	Danmark	98,95
Aktier - Index Passive	41,42	likvider m.m.	1,05
Aktier - Value Active Global	8,43		
Aktier - Value Active Regional	7,65		
Kreditobligationer - Emerging Market Sovereigns	2,57		
Kreditobligationer - Value High Yield	5,68		
Kreditobligationer - Value Investment Grade	6,18		
likvider m.m.	1,05		
Obligationer - Long Term	17,37		
Obligationer - Medium Term	2,60		

■ Mix Lav Risiko

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	27.05.2015
Investeringskoncept:	Blandet
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6062318
Risikoklasse:	3

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer via andre investeringsforeningsafdelinger i en bred og veldiversificeret portefølje med eksponering til aktier, realkreditobligationer, statsobligationer fra udviklede lande, emerging markets-statsobligationer, high yield-erhvervsobligationer, investment grade-erhvervsobligationer og kontanter. Den overordnede allokering er strategisk og optimeret til at give det bedst mulige afkast - givet, at den totale porteføljerisiko skal være moderat. Eksponeringen til de enkelte aktivklasser etableres via investering i andre investeringsforeningsafdelinger, som hver især følger specifikke strategier og samlet set passer til afdelingens risikoprofil. Aktieeksponeringen er således specielt etableret for få gavn af value-, small cap- og momentum-faktorerne, ligesom eksponeringen til erhvervsobligationer også søges via mindre udstedelser, lav nettogæld og stærke aktiver som sikkerheder. For stats- og realkreditobligationer følges blot en strategi, hvor porteføljeværdigheden holdes konstant inden for et snævert bånd. Grundet afdelingens strategiske sammensætning er afdelingens benchmark sammensat af en række aktie- og obligationsindeks for at kunne give det mest retvisende sammenligningsgrundlag

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav siden sin lancering den 1. juni 2015 et afkast på -2,1 %, mens benchmark faldt med -1,97%. 25% af afdelingen er investeret i en meget bredt diversificeret aktieallokering. Idet MSCI World (EUR) faldt 4,4 % i halvåret, blev afdelingen også ramt, men aktieallokeringen klarede sig marginalt bedre. Dette skyldes primært en beskedent overvægt til japanske aktier og emerging markets, som generelt klarede sig bedre end aktieallokerings benchmark i perioden. 6 % af afdelingen er investeret i high yield-erhvervsobligationer. Benchmark faldt 2,64 % i halvåret, men afdelingens investeringer i denne kategori faldt kun 1,57 %. Dette skyldes et relativt stærkt afkast fra specielt energirelaterede erhvervsobligationer, som ellers generelt har været presset i det seneste halve år. 56 % af afdelingen er investeret i europæiske stats- og realkreditobligationer med en klar overvægt af førstnævnte. Varigheden for denne eksponering er beskedent (cirka 3,5), men da renterne generelt steg betragteligt i juni måned, led afdelingen også et tab på denne eksponering. Mod slutningen af halvåret faldt renterne dog tilbage, således at det samlede tab for afdelingens eksponering til dette segment begrænsedes til 0,3 %. 5 % af afdelingen er investeret i nye obligationsmarkeder (dvs. emerging markets-statsobligationer). Som følge af de generelle rentestigninger i juni led denne eksponering et tab på 1,97 % i denne måned. Udviklingen ser efterfølgende ud til at være stabiliseret. 6 % af afdelingen er investeret i investment grade-erhvervsobligationer som gennem juni måned gav et negativt afkast på 1,75 %. Benchmark tabte i samme periode 1,71 %. Usikkerheden vedrørende Grækenlands gældssituation trak kreditspændene ud over en bred kam, hvilket var hovedårsagen til det negative afkast for såvel afdelingen som markedet generelt. Afdelingens afkast er samlet set tilfredsstillende set i forhold til benchmark.

Afdelingsspecifikke risici

Givet afdelingens meget brede diversificering til både enkeltinvesteringer og til aktivklasser vurderes det, at de væsentligste risici for investorerne består i de forskellige aktivklassers udvikling. Idet aktieeksponeringen er den mest risikable eksponering i afdelingen, bidrager udviklingen heri til risikoen for investorer, og et større fald i aktiemarkedet udgør dermed den væsentligste risiko. Dertil kommer, at den største eksponering til en aktivklasse i afdelingen udgøres af europæiske stats- og realkreditobligationer. Større rentestigninger kan dermed også forringe afkastet i afdelingen, men idet varigheden (rentefølsomhed) er begrænset, vil selv større rentestigninger kun have begrænset indflydelse på det fremtidige afkast.

Forventninger

Porteføljens største eksponering er rettet imod stats- og realkreditobligationer, hvis effektive renter er tæt på det lavest historisk observerede. Vedvarende fald i renterne fra de nuværende niveauer er mulige, men usandsynlige. Det forekommer mest sandsynligt, at renteniveauerne vil være moderat stigende over de kommende år – i takt med at væksten kommer tilbage, arbejdsmarkederne normaliseres, og inflationsforventningerne stiger fra de nuværende meget lave niveauer. Dermed vil afkastet fra obligationseksponeringen være begrænset, og dens primære funktion vil derfor være at begrænse risikoen for investor fra de øvrige og mere risikable aktivklasser. De samme betragtninger kan gøres om både eksponeringen til high yield erhvervsobligationer, hvor afkastet dog formentlig vil være højere fremadrettet, og eksponeringen til investment grade-erhvervsobligationer.

Porteføljens eksponering til aktier har det største, forventede langsigtede bidrag til afdelingens samlede afkast. Med den nuværende geografiske eksponering til aktier vurderes det, at denne del af porteføljen vil kunne give et afkast på omkring 7 % om året. Givet de ovenstående afkastbetragtninger er det vores forventning, at porteføljen som helhed vil kunne give et afkast på 2-5 % om året de kommende år.

Mix Lav Risiko

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse (27.05.2015 - 30.06.2015)

	30.06.2015
	i 1.000 kr.
Renter og udbytte	
Renteudgifter	-1
I alt renter og udbytter	-1
Kursgevinster og -tab	
Kapitalandele	-1.577
Handelsomkostninger	12
I alt kursgevinster og -tab	-1.589
I alt nettoindtægter	-1.590
Administrationsomkostninger	40
Resultat før skat	-1.630
Halvårets nettoresultat	-1.630

Balance (27.05.2015 - 30.06.2015)

	30.06.2015
	i 1.000 kr.
Aktiver	
Likvide midler	
Indestående i depotselskab	1.791
Likvider	1.791
Kapitalandele	
Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger	89.877
Kapitalandele	89.877
Andre aktiver	
Andre tilgodehavender	28
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.930
Andre aktiver	4.958
Aktiver	96.626
Passiver	
Medlemmernes formue	91.714
Anden gæld	
Skyldige omkostninger	78
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4.834
Anden gæld	4.912
Passiver	96.626

Mix Lav Risiko

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.	
Medlemmernes formue			
Emissioner i perioden	93.680	92.639	
Emissionstillæg		705	
Periodens Resultat		-1.630	
Medlemmernes formue (ultimo)	93.680	91.714	
Nøgletal 1 2015			
Afkast (pct.)	-2,10		
Benchmarkafkast (pct.)	-1,97		
Indre værdi pr. andel	97,90		
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-1.630		
Cirkulerende kapital (t.kr.)	93.680		
Medlemmernes formue (t.kr.)	91.714		
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,15		
Sharpe Ratio Benchmark	1,69		
Volatilitet Benchmark i %	2,98		
	30.06.2015		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	89.877	96,3	
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	1.791	1,9	
Andre aktiver / Anden gæld	46	0,0	
Fordelinger			
	30.06.2015	30.06.2015	
Segmentfordeling	I pct.	Geografisk fordeling	I pct.
Aktier - Index Enhanced	2,77	Danmark	98,00
Aktier - Index Passive	15,84	likvider m.m.	2,00
Aktier - Value Active Global	3,26		
Aktier - Value Active Regional	2,97		
Kreditobligationer - Emerging Market Sovereigns	5,02		
Kreditobligationer - Value High Yield	6,02		
Kreditobligationer - Value Investment Grade	6,02		
likvider m.m.	2,00		
Obligationer - Long Term	3,51		
Obligationer - Medium Term	35,07		
Obligationer - Short Term	17,53		

■ Mix Mellem Risiko

Beretning for halvåret 2015

Stamoplysninger

Introduceret:	27.05.2015
Investeringskoncept:	Blandet
Valuta:	DKK
Udbyttetype:	Udbyttebetalende
Fondskode:	6062326
Risikoklasse:	4

Afdelingens investeringspolitik

Afdelingen investerer via andre investeringsforeningsafdelinger i en bred og veldiversificeret portefølje med eksponering til aktier, realkreditobligationer, statsobligationer fra udviklede lande, emerging markets-statsobligationer, high yield-erhvervsobligationer, investment grade-erhvervsobligationer og kontanter. Den overordnede allokering er strategisk og optimeret til at give det bedst mulige afkast - givet, at den totale porteføljerisiko skal være middel. Eksponeringen til de enkelte aktivklasser etableres via investering i andre investeringsforeningsafdelinger, som hver især følger specifikke strategier og samlet set passer til afdelingens risikoprofil. Aktieeksponeringen er således specielt etableret for at få gavn af value-, small cap- og momentum-faktorerne, ligesom eksponeringen til erhvervsobligationer også søges etableret via mindre udstedelser, lav nettogæld og stærke aktiver som sikkerheder. For stats- og realkreditobligationer følges blot en strategi, hvor porteføljeværdigheden holdes konstant inden for et snævert bånd. Grundet afdelingens strategiske sammensætning er afdelingens benchmark sammensat af en række aktie- og obligationsindeks for at kunne give det mest retvisende sammenligningsgrundlag

Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen gav siden sin lancering den 1. juni 2015 et afkast på -3,14 %, mens benchmark faldt med -3,06 %. 45 % af afdelingen er investeret i en meget bredt diversificeret aktieallokering. I det MSCI World (EUR) faldt 4,4 % i halvåret, blev afdelingen også ramt, men aktieallokeringen klarede sig marginalt bedre. Dette skyldes primært en beskedent overvægt til japanske aktier og emerging markets, som generelt klarede sig bedre end aktieallokeringens benchmark i perioden. 5,75 % af afdelingen er investeret i high yield-erhvervsobligationer. Benchmark faldt 2,64 % i halvåret, men afdelingens investeringer i denne kategori faldt kun 1,57 %. Dette skyldes et relativt stærkt afkast fra specielt energirelaterede erhvervsobligationer, som ellers generelt har været presset i det seneste halve år. 38 % af afdelingen er investeret i europæiske stats- og realkreditobligationer med en klar overvægt af førstnævnte. Varigheden for denne eksponering er beskedent (cirka 4,3), men da renterne generelt steg betragteligt, i juni måned, led afdelingen også et tab på denne eksponering. Mod slutningen af halvåret faldt renterne dog tilbage, således at det samlede tab for afdelingens eksponering til dette segment begrænsedes til 1 %. 3,75 % af afdelingen er investeret i nye obligationsmarkeder (dvs. emerging markets-statsobligationer). Som følge af de generelle rentestigninger i juni måned, led denne eksponering et tab på 1,97 % i denne måned. Udviklingen ser efterfølgende ud til at være stabiliseret. 6 % af afdelingen er investeret i investment grade-erhvervsobligationer, som gennem juni gav et negativt afkast på 1,75 %. Benchmark tabte i samme periode 1,71 %. Usikkerheden vedrørende Grækenlands gældssituation trak kreditspændene ud over en bred kam, hvilket var hovedårsagen til det negative afkast for såvel afdelingen som markedet generelt. Afdelingens afkast er samlet set tilfredsstillende set i forhold til benchmark.

Afdelingspecifikke risici

Givet afdelingens meget brede diversificering til både enkeltinvesteringer og til aktivklasser vurderes det, at de væsentligste risici for investorerne består i de forskellige aktivklassers udvikling. I det aktieeksponeringen er den mest risikable eksponering i afdelingen, bidrager udviklingen heri til risikoen for investorer, og et større fald i aktiemarkedet udgør dermed den væsentligste risiko. Dertil kommer, at den største eksponering til en aktivklasse i afdelingen udgøres af europæiske stats- og realkreditobligationer. Større rentestigninger kan dermed også forringe afkastet i afdelingen. Givet obligationseksponeringens varighed (rentefølsomhed) vil større rentestigninger kunne have større indflydelse på det fremtidige afkast i afdelingen.

Forventninger

Porteføljens største eksponering er til aktier, som også vurderes at bidrage mest til afdelingens samlede afkast. Med den nuværende geografiske eksponering til aktier vurderes det, at denne del af porteføljen vil kunne give et afkast på omkring 7 % om året. Porteføljens næststørste eksponering er rettet imod stats- og realkreditobligationer, hvis effektive renter er tæt på det lavest historisk observerede. Vedvarende fald i renterne fra de nuværende niveauer er mulige, men usandsynlige. Det forekommer mest sandsynligt, at renteniveauerne vil være moderat stigende over de kommende år - i takt med at væksten kommer tilbage, arbejdsmarkedet normaliseres, og inflationsforventningerne stiger fra de nuværende ret lave niveauer. Dermed vil afkastet fra obligationseksponeringen være begrænset, og dens primære funktion vil derfor være at begrænse risikoen for investor fra de øvrige og mere risikable aktivklasser. De samme betragtninger kan gøres om eksponeringen til high yield-erhvervsobligationer, hvor afkastet dog formentlig vil være højere fremadrettet, og det samme gør sig gældende for eksponeringen til investment grade erhvervsobligationer. Givet de ovenstående afkastbetragtninger er det vores forventning, at porteføljen som helhed vil kunne give et afkast på 3-6 % om året de kommende år.

Mix Mellem Risiko

Halvårsregnskab 2015

Resultatopgørelse (27.05.2015 - 30.06.2015)

30.06.2015
i 1.000 kr.

Renter og udbytte

Kursgevinster og -tab

Kapitalandele -1.761

Handelsomkostninger 28

I alt kursgevinster og -tab -1.789

I alt nettoindtægter -1.789

Administrationsomkostninger 37

Resultat før skat -1.826

Halvårets nettoresultat -1.826

Balance (27.05.2015 - 30.06.2015)

30.06.2015
i 1.000 kr.

Aktiver

Likvide midler

Indestående i depotselskab 805

Likvider 805

Kapitalandele

Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger 62.160

Kapitalandele 62.160

Andre aktiver

Andre tilgodehavender 28

Mellemværende vedrørende handelsafvikling 9.805

Andre aktiver 9.833

Aktiver 72.798

Passiver

Medlemmernes formue 63.106

Anden gæld

Skyldige omkostninger 95

Mellemværende vedrørende handelsafvikling 9.597

Anden gæld 9.692

Passiver 72.798

Mix Mellem Risiko

Specifikation af afdelingens værdipapirbeholdning pr. 30.06.2015 kan rekvireres hos ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg

	Cirkulerende beviser	2015 i 1.000 kr.	
Medlemmernes formue			
Emissioner i perioden	65.149	64.277	
Emissionstillæg		655	
Periodens Resultat		-1.826	
Medlemmernes formue (ultimo)	65.149	63.106	
Nøgletal 1 2015			
Afkast (pct.)	-3,14		
Benchmarkafkast (pct.)	-3,06		
Indre værdi pr. andel	96,86		
Regnskabsmæssige resultat (t.kr.)	-1.826		
Cirkulerende kapital (t.kr.)	65.149		
Medlemmernes formue (t.kr.)	63.106		
Omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,20		
Sharpe Ratio Benchmark	1,65		
Volatilitet Benchmark i %	4,61		
	30.06.2015		
Aktivfordeling	i 1.000 kr.	Andel	
Børsnoterede finansielle instrumenter	62.160	95,7	
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	805	1,2	
Andre aktiver / Anden gæld	141	0,2	
Fordelinger			
	30.06.2015	30.06.2015	
Segmentfordeling	I pct.	Geografisk fordeling	I pct.
Aktier - Index Enhanced	4,99	Danmark	98,50
Aktier - Index Passive	28,67	likvider m.m.	1,50
Aktier - Value Active Global	5,86		
Aktier - Value Active Regional	5,33		
Kreditobligationer - Emerging Market Sovereigns	3,77		
Kreditobligationer - Value High Yield	5,77		
Kreditobligationer - Value Investment Grade	6,02		
likvider m.m.	1,50		
Obligationer - Long Term	10,02		
Obligationer - Medium Term	14,03		
Obligationer - Short Term	14,03		

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 navne-notering 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. Investeringsforeningen, Sparinvest ejer 10,5 % af Sparinvest Holdings SE, som er moderselskab for Sparinvest S.A. 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.

Aftale om market making

Foreningens administrationsselskab og filialen heraf har med market maker (Lyske Bank A/S) indgået aftale om, at market maker i bl.a. Nasdaq Copenhagen's handelssystemer løbende – med forbehold for særlige situationer – stiller priser i afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviserne. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

Aftalen om market making kan af alle parter opsiges med tre måneders varsel. Dog kan administrationsselskabet og filialen opsige aftalen med øjeblikkelig virkning, hvis det er i den administrerede forenings interesse.

Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten 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 for halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis i årsrapporten for 2015.

Beholdningsoversigt indeholdende børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten og kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg. Dog er der kommet tre nye blandende afdelinger i løbet af halvåret. De andele, disse afdelinger investerer i, indgår i indre værdi, så de afspejler de bagvedliggende beholdningers dagsværdi.