

# Årsrapport 2016

Investeringsforeningen Profil Invest

Afdeling KK

Investeringsforeningen Profil Invest  
CVR-nr. 21 85 92 06  
Parallelvej 17  
2800 Kgs. Lyngby

Telefon 33 33 71 71  
[www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk)  
[danskeinvest@danskeinvest.com](mailto:danskeinvest@danskeinvest.com)

#### **Bestyrelse**

Direktør Agnete Raaschou-Nielsen, formand  
Advokat Bo Holse, næstformand  
Direktør Walther V. Paulsen  
Direktør Lars Fournais  
Direktør Birgitte Brinch Madsen  
Direktør Jens Peter Toft

#### **Direktion**

Danske Invest Management A/S:  
Adm. direktør Morten Rasten

**Revision**  
Ernst & Young P/S  
CVR-nr. 30 70 02 28

**Depotbank**  
Danske Bank

**Generalforsamling**  
Ordinær generalforsamling holdes  
mandag den 24. april 2017  
Øksnehaallen, København V.

**Layout**  
WUNDERGEIST

**Foto**  
Morten Larsen

---

#### **Læsevejledning**

Vi anbefaler, at afsnittet om den overordnede markedsudvikling "Investeringsmarkederne i 2016" samt afsnittet om de generelle risici og foreningens risikostyring "Risici samt risikostyring", læses i sammenhæng med den specifikke afdelingsberetning for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker afdelingen.

# Indhold

## Ledelsesberetning

|    |                                                                 |
|----|-----------------------------------------------------------------|
| 4  | Årets resultater                                                |
| 6  | Investeringsmarkederne i 2016                                   |
| 12 | Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2017     |
| 12 | Udsagn om forventninger                                         |
| 16 | Redegørelse for samfundsansvar                                  |
| 17 | Risici samt risikostyring                                       |
| 21 | Omkostninger                                                    |
| 21 | Fund governance                                                 |
| 21 | Administrationsaftalen                                          |
| 21 | Bestyrelse og direktion                                         |
| 22 | Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv |

## Påtegninger

|    |                                            |
|----|--------------------------------------------|
| 24 | Ledespåtegning                             |
| 25 | Den uafhængige revisors revisionspåtegning |

## Regnskab

|    |                                              |
|----|----------------------------------------------|
| 27 | Anvendt regnskabspraksis                     |
| 32 | Afdelingens ledelsesberetning og årsregnskab |

## Bilag

|    |                                     |
|----|-------------------------------------|
| 38 | Sådan læser du afdelingens regnskab |
|----|-------------------------------------|



# Ledelsesberetning

## Årets resultater

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,39 pct., mens benchmark gav et afkast på 1,80 pct. Afdelingens afkast er tilfredsstillende. Årets regnskabsmæssige resultat for afdeling KK blev 164.867.000 kr. Læs mere om udviklingen i afdelingen i afdelingsberetningen bagerst i rapporten. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at Afdeling KK udbetaler et udbytte på 2,00 pct.

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

## Videnressourcer

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



# Investeringsmarkederne i 2016

## Verdensøkonomien

### Fra krisefrygt til vækstoptimisme

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

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

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

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

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

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

## Det globale obligationsmarked i 2016

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

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



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

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

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

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

#### Valutamarkedene i 2016

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

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

#### Verdens aktiemarkeder i 2016

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

Kilde: Morgan Stanley og OMX

#### Sektorudviklingen på aktiemarkedene i 2016

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

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

## Obligationer

### *Politiske begivenheder og centralbanker satte dagsordenen.*

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

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

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

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

## Kreditobligationer

### *Et godt år for mange obligationer*

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

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



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

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

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

## Valuta

### *Brexit satte sit præg*

Valutamarkedet har i 2016 været domineret af en altoverskyggende begivenhed – Brexit. Den overraskende afstemning i Storbritannien førte til en markant svæk-

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

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

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

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

## Globale aktier

### *De nye markeder gjorde det bedst*

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Danske aktier

### *Blandet aktieår*

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

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

# Evaluering af forventningerne til 2016

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

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

ECB fastholdt som forventet en lempelig pengepolitik og forøgede obligationsopkøbsprogrammet.

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

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

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

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



# Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2017

## Verdensøkonomien

### *Væksten fortsætter – men ikke uden forhindringer*

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

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

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

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

I Kina vil 2017 også stå i finanspolitikens tegn. Vi forventer, at Beijing vil styre økonomien med hård hånd

---

## Udsagn om forventninger

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

---

på samme vis, som det var tilfældet i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 pct. Politikken er grundlæggende uholdbar, og vi forventer, at kineserne fortsat vil skabe ubalancer i det finansielle system. Vi forventer dog ikke, at det vil resultere i en finansiell krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet. Henimod slutningen af 2017 skal det politiske lederskab rundt om præsidenten, Xi Jinping, skiftes ud. Når det nye lederskab er på plads, forventer vi, at et opgør med den nuværende økonomiske kurs vil tage form. Det kan skabe øget usikkerhed i global økonomi.

#### Obligationer

### *Inflationsforventningerne indtager den centrale rolle*

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

ECB forventes ikke at røre nævneværdigt ved pengepolitikken før efter det tyske valg i efteråret. Det er netop det politiske, der sætter dagsordenen i Europa i 2017. For ud over Tyskland så har Frankrig, Holland og sandsynligvis også Italien parlaments-/præsidentvalg i

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

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

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

#### Kreditobligationer

### *Forventer mindre, positive afkast*

Ved indgangen til 2017 er det svært at se samme positive scenarie udspille sig som i 2016. Olien ligger markant højere end ved indgangen til 2016, og vi venter, at det vil give anledning til stigende inflation og et opadgående pres på de lange renter både i USA og Europa. Centralbankernes lempelige pengepolitik var den helt store positive faktor bag de faldende kredit-

spænd og renter i 2016, men den positive trend blev brudt, efter Fed hævede renten og satte gang i processen med at normalisere pengepolitikken.

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

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

#### Valuta

### *Dollaren vil blive styrket*

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

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

igen kan indtræde i sin vante plads som lånevaluta.

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

#### Globale aktier

### *Moderat positiv udvikling*

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

#### Danske aktier

### *En fair prissætning*

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







# Redegørelse for samfundsansvar

Afdelingens 4 porteføljeformidlere/-rådgivere skal overholde Københavns Kommunes etiske investeringspolitik, som fra oktober 2016 ændredes således, at den blev udvidet til både at omfatte et forbud mod investering i aktier eller virksomhedsobligationer i selskaber, hvis hovedaktivitet er produktion eller handel med tobak eller kontroversielle våben, samt udvinding og produktion af termisk kul, olie og gas. Dette gælder også for serviceselskaber inden for olie- og gasindustrien, som f.eks. selskaber der beskæftiger sig med boring, rørledninger etc.

På basis af input fra den specialiserede konsulent-virksomhed ISS-Ethix udarbejdes 2 gange årligt en negativliste, som supplerer Danske Investes norm og konventionsbaserede negativliste. Screeningen er baseret på de internationalt anerkendte principper i UN Global Compact (1999), the OECD Guidelines for Multinational Enterprises (2011) og UN Guiding Principles on Business and Human Rights (2011). Screeningen inkluderer desuden en række internationale konventioner, der afspejler udviklingen på SRI-området.

På nuværende tidspunkt har afdelingen valgt ikke at investere i 391 selskaber, fordelt på 29 selskaber fra den generelle Danske Invest SRI-screening suppleret med 362 selskaber fra screeningen vedrørende selskaber, hvis hovedaktivitet er produktion eller handel med tobak eller kontroversielle våben, samt udvinding og produktion af termisk kul, olie og gas.

# Risici samt risikostyring

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

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

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

## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

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

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

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

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

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

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

## Risici knyttet til investeringsmarkederne

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

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

#### **Risici knyttet til investeringsbeslutningerne**

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

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

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

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

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle

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

#### **Risici knyttet til driften af foreningen**

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

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

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

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

For yderligere oplysninger om de enkelte Danske Invest-afdelinger henviser vi til de gældende prospekter og central investorinformation for de pågældende afdelinger.



Disse kan downloades fra [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk) under produktinformationen om den enkelte afdeling.

### Risikostyring

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

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

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

Som følge af afdelingens investeringsområde skal investor i relation til investering være særligt opmærksom på nedenstående risikofaktorer (i uprioriteret rækkefølge.).

### Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligatio-

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

### Modpartsrisiko

Der kan være tilfælde, hvor afdelingens depotbank ikke kan gennemføre eller afvikle handler i de underliggende værdipapirer som aftalt. Dette omfatter, men er ikke begrænset til, handler, hvor modparten ikke lever op til de aftalte handelsbetingelser, eller hvis modparten på anden vis forsømmer sine forpligtelser. Dette medfører risiko for tab på investeringen. Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som f.eks. ADRs og GDRs, aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser, hvorved værdien af de pågældende instrumenter vil blive påvirket i større eller mindre omfang.

### Obligationsmarkedsrisiko

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markeds-mæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringsværdi.

### Renterisiko

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

### Risiko vedrørende eksponering mod udlandet

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-emerging markets. Udenlandske marke-

der kan dog være mere usikre end det hjemlige marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til afdelingens udstedelsesvaluta.

#### **Risiko vedrørende selskabsspecifikke forhold**

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

#### **Risiko vedrørende udsving på aktiemarkedet**

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

#### **Valutarisiko**

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

Ovenstående omtale af risikofaktorer er ikke udtømmende, idet andre faktorer ligeledes kan have indflydelse på fastsættelsen af aktiernes værdi. Desuden kan forskellige dele af aktiemarkedet reagere forskelligt på disse forhold.

## *Omkostninger*

Afdelingen pålignes omkostninger ifølge særskilt aftale med investeringsforvaltningsselskabet.

## *Fund governance*

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

Se fund governance-politikken på hjemmesiden under [http://www.danskeinvest.dk/web/show\\_download.hent\\_fra\\_arkiv?p\\_vld=fund\\_governance-politik.pdf](http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=fund_governance-politik.pdf)

## *Administrationsaftale*

Foreningen har indgået aftale med Danske Invest Management A/S om, at selskabet udfører foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lovgivningen. Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter, anvisninger fra foreningens bestyrelse, herunder investeringsrammerne for de enkelte afdelinger, og aftale og porteføljerådgivning.

## *Bestyrelse og direktion*

Foreningens bestyrelse består af de samme personer, som udgør bestyrelserne i de øvrige foreninger administreret af foreningens investeringsforvaltningsselskab Danske Invest Management A/S. Foreningens honorar til Danske Invest Management A/S for administration af foreningen dækker også bestyrelses- og direktionsopgaver for foreningen. Administrationshonoraret fremgår af årsregnskabsdelen bagest i årsrapporten. Bestyrelsen og direktionen er ikke omfattet af optionsordninger eller lignende. I det følgende viser vi en oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige hverv.

# Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

## Bestyrelse

### Formand

**Agnete Raaschou-Nielsen**

Direktør, lic.polit.

Født 1957, indvalgt i bestyrelsen 2003

#### Bestyrelsesformand for:

Arkil Holding A/S

Brdr. Hartmann A/S

#### Bestyrelsesnæstformand for:

Dalhoff Larsen & Horneman A/S

Novozymes A/S

Solar A/S

#### Medlem af bestyrelsen for:

Aktieselskabet SCHOUW & CO.

Danske Invest Management A/S

#### Særlige kompetencer

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

### Næstformand

**Bo Holse**

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

Gorrissen Federspiel

Advokatpartnerselskab

Født 1971, indvalgt i bestyrelsen 2014

#### Bestyrelsesformand for:

Callie Invest A/S

DK Kapital A/S

Svend Andresens Familiefond

#### Medlem af bestyrelsen for:

Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel

Danske Invest Management A/S

DCH International A/S

#### Særlige kompetencer

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

### Lars Fournais

Direktør, cand.merc.

Født 1953, indvalgt i bestyrelsen 2004

#### Bestyrelsesformand for:

Aarhus Elite A/S

LAKexperten Plus ApS

Apromas ApS

#### Bestyrelsesformand for:

WindowMaster A/S

#### Medlem af bestyrelsen for:

Aarhus Havn

JBH Gruppen A/S

OK A.m.b.a

Marselisborg Gymnasium

Stibo Holding A/S

samt et datterselskab

#### Særlige kompetencer

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

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



## Direktion

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

### Birgitte Brinch Madsen

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

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

#### Medlem af bestyrelsen for:

DEIF A/S  
Metroselskabet I/S  
Nordsejlfonden  
Orbicon A/S  
Energiteknologisk Udviklings- og Demon-  
strationsprogram (EUDP)  
Grønt Udviklings- og Demonstrations-  
program (GUDP)

#### Særlige kompetencer

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

### Walther V. Paulsen

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

#### Medlem af bestyrelsen for:

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

#### Særlige kompetencer

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

### Jens Peter Toft

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

**Bestyrelsesformand for:**  
Mipsalus Holding ApS samt et  
datterselskab

**Bestyrelsesnæstformand for:**  
M. Goldschmidt Holding A/S

#### Medlem af bestyrelsen for:

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

**Medlem af investeringskomitéen for:**  
GRO Capital

#### Særlige kompetencer

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

### Morten Rasten

Administrerende direktør, cand.polit.  
Født 1972

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

#### Medlem af bestyrelsen for:

Danske Invest Allokering, Luxembourg  
Danske Invest SICAV, Luxembourg  
Danske Invest SICAV-SIF, Luxembourg  
Investeringsfondsbranchen (IFB)  
VFF – The Norwegian Fund Asset  
Management Association

# Ledelsespåtegning

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

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Årsregnskabet for afdelingen giver et retvisende billede af afdelingens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i afdelingens aktiviteter og

økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som afdelingen kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Kgs. Lyngby, den 16. marts 2017

## *Direktion* *Danske Invest Management A/S*

Morten Rasten  
Administrerende direktør

## *Bestyrelse*

Agnete Raaschou-Nielsen  
Formand

Bo Holse  
Næstformand

Lars Fournais

Birgitte Brinch Madsen

Walther V. Paulsen

Jens Peter Toft

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

## *Til investorerne i Investeringsforeningen Profil Invest*

Afdeling KK

### Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Profil Invest Afdeling KK for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2016, omfattende den samlede beskrivelse af anvendt regnskabspraksis samt resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

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

### Grundlag for konklusion

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

### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet er ledelsen an-

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

### Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisions-

handlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.

- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusion er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

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

#### Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen. Vores konklusion om årsregnskabet omfatter ikke ledelsesberetningen, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningen.

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

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

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

København, den 16. marts 2017

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

Lars Rhod Søndergaard  
Statsaut. revisor

Ole Karstensen  
Statsaut. revisor



# Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for 2016 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2015.

## Præsentation af regnskabstal

Tal er i resultatopgørelse, balance og noter præsenteret i hele 1.000 i den aktuelle valuta, som afdelingen eller andelsklassen udarbejdes i. Sumtal er angivet som de faktiske tal afrundet til hele 1.000, hvilket kan medføre afrundingsdifference ved efterregning af sumtal.

## Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå periodens indtjening. Dog overføres handelsomkostningerne i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter forårsaget af emission og indløsning i afdelingen til Investorenes formue.

Aktiver bliver indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis – og kun hvis – oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

## Resultatopgørelsen

### Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter. Endvidere indgår nettoindtægten ved repo-aftaler og reverse repo-aftaler.

Aktieudbytter omfatter årets indtjente udbytter.

### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede

de kursgevinster og -tab som forskellen mellem dagsværdi på salgstidspunktet og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab bliver opgjort som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. For udlånte aktier opgøres kursgevinster og -tab på samme vis.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres dog til "Investorenes formue". Den sidstnævnte del er opgjort som den andel, provenuet af emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af de samtlige handler.

### Andre indtægter

Vederlag fra aktieudlån indgår under "Andre indtægter"

### Administrationsomkostninger

"Afdelingsdirekte omkostninger" består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. "Andel af fællesomkostninger" er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue.

"Fast administrationshonorar" udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende administration. Administrationshonoraret inkluderer blandt andet udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v.

Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under noterne.

Når en afdeling ejer andele i en anden afdeling, friholdes moderafdelingen for en række betalinger for at undgå dobbeltbetaling for samme ydelse. Der overføres et beregnet beløb i moderafdelingen fra "Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser" til "Administrations-

omkostninger". Denne overførsel svarer til den andel af datterafdelingens administrationsomkostninger, som moderafdelingen indirekte betaler, og som umiddelbart indgår i "Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser". Dette overførte beløb medtages ikke under administrationsomkostninger, når udlodningen gøres op.

### Skat

Skat indeholder udbytteskat og renteskat, der er tilbageholdt i udlandet, og som ikke kan refunderes. Indregningen er baseret på en aktuel vurdering af de enkelte landes skatteregler og praksis.

### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C.

"Til rådighed for udlodning" opgøres således at, i det omfang den pågældende afdeling har indkomst af den pågældende art, foretager afdelingen udlodning på grundlag af de i regnskabsåret

- indtjente renter samt vederlag for udlån af værdipapirer;
- indtjente udbytter fratrukket indeholdt udbytteskat samt låntagers betaling til långiver af dennes manglende udbytte ved aktieudlån, Tilgodehavende udbytteskat indgår i grundlaget efter modtagelse.
- realiserede kursgevinster/-tab på kapitalandele (kursgevinster på kapitalandele, som beskattes efter aktieavancebeskatningslovens § 19, beregnes dog efter lagerprincippet),
- realiserede kursgevinster /-tab på obligationer og skatkammerbeviser;
- realiserede kursgevinster/-tab på valutakonti,
- kursgevinster/-tab ved afdelingens anvendelse af afledte finansielle instrumenter; beregnet efter lagerprincippet.

Realiserede tab indgår således i afdelingernes udlodning, hvorved det udlodningspligtige beløb kan blive negativt. Den samlede negative udlodning for en afdeling overføres i så fald til fremførsel i efterfølgende års udlodning.

Inden udlodning fragår afdelingens administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten bliver beregnet som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste 0,10.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

"Overført til udlodning næste år" består af restbeløbet efter nedrunding af "Til rådighed for udlodning".

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning.

"Overført til udlodning fra sidste år" består af nedrundingen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Ved skattefri fusion indregnes i udlodningen for den fortsættende afdeling renter, udbytter, kursgevinster og administrationsomkostninger optjent i den ophørende afdeling i perioden fra primo året til fusionsdagen.

## Balancen

### Likvide midler

Likvide midler indeholder indlånskonti i pengeinstitutter, som er til fri disposition. Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

### Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. For investe-

ringsbeviser i afdelinger i investeringsforeninger, hvor foreningens administrator har fuld indsigt i sammensætningen af afdelingens underliggende obligationer og kapitalandele (funds of funds), måles disse på basis af ovennævnte målingsprincipper anvendt på de underliggende obligationer og kapitalandele. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen. Obligationer, som indgår i repo-aftale, eller som er solgt på termin, indgår under obligationer. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele.

#### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

#### Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi, og der indgår:

- "Tilgodehavende renter" bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- "Tilgodehavende udbytte" bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.
- "Mellemværende vedrørende handelsafvikling" bestående af værdien af provenuet fra salg af finansielle instrumenter, fra udtrukne obligationer samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under "Anden gæld" pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.
- "Aktuelle skatteaktiver" bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

#### Investorerens formue

"Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser" består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før:

"Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning" består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før:

#### Anden gæld

"Anden gæld" måles til dagsværdi.

"Mellemværende vedrørende handelsafvikling" består af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor

betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under "Andre aktiver" pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder:

#### Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

#### Afdelingsfusion

Ved fusion indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den ophørende afdeling til disses dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen tilføres afdelingen i en særlig linje under "Investorerens formue". Der foretages hverken tilpasning af formuen primo i den fortsættende afdeling eller af sammenligningstal i resultatopgørelse, balance og noter.

## Nøgletal

#### Afkast

Beregnes således:

$$\frac{(((\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}) / \text{Indre værdi primo året}) \div 1) \times 100}{100}$$

Geninvesteret udlodning = Udlodning i kroner pr. andel x Indre værdi ultimo / Indre værdi umiddelbart efter udlodning.

#### Benchmarkafkast

Benchmarkafkast er en opgørelse af udviklingen i det benchmark (markedsindeks), som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrationsomkostninger.

#### Indre værdi

Beregnes som Investorerens formue / Cirkulerende andele og udtrykker værdien pr. andel.

#### Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som Foreslået udlodning i pct. + Udbetalt acontoudlodning i pct.

Foreslået udlodning i pct. = Foreslået udlodning / Cirkulerende kapital.

Udlodning i kroner pr. andel = Udlodning i pct. x Andelenes stykstørrelse/100.

#### Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som Administrationsomkostningerne/Investorerne gennemsnitlige formue x 100.  
Som "Administrationsomkostninger" anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og "Investorerne gennemsnitlige formue" er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort dagligt.

#### ÅOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer:  
Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau. For at opnå ensretning med ÅOP i Central Investorinformation anvendes fra og med 2012 de aktuelle satser i stedet for de realiserede omkostninger for de afdelinger, der i løbet af året har ændret satser. Sammenligningstal er ikke tilrettet.

Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.

1/7 af det maksimale emissionstillæg som det fremgår af det gældende prospekt.

1/7 af det maksimale indløsningsfradrag som det fremgår af det gældende prospekt.

#### Omsætningshastighed i antal gange

Opgøres som  $(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg})/2$ /Investorerne gennemsnitlige formue.  
Værdi af køb og værdi af salg opgøres som ovennævnte "Kursværdi af køb og salg af værdipapirer" korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger, udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at  $(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg})/2$  svarer til handel som følge af porteføljepleje. Investorernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under "Administrationsomkostninger i pct."

#### Nøgletal for risiko

Disse nøgletal beregnes, på nær Active Share, fra afdelingernes start over en periode på maksimum tre år, dog kun for afdelinger som har eksisteret i mindst 36 måneder. Sharpe Ratio og Standardafvigelse beregnes både for de pågældende afdelinger og deres benchmark. Active Share beregnes på statusdagen.

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

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

Information Ratio er et matematisk udtryk for forholdet mellem merafkastet og risikoen af en investeringsportefølje i forhold til et benchmark. Nøgletallet udtrykker, hvor meget ekstraafkast en investor har opnået ved at påtage sig en given risiko i forhold til benchmark.

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

Risikoindekatoren er et udtryk for den typiske sammenhæng mellem risikoen ved og afkastmuligheder af investeringen. Placeringen på indekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og små udsving er lig med en lavere risiko. Tallet kan svinge mellem 1 og 7.







## Afdeling KK

### Afdelingens Ledelsesberetning

Afdelingen investerer i værdipapirer o.l. i overensstemmelse med § 44 i lov om kommunernes styrelse. Afdelingen er aktivt styret.

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

#### Risikoprofil

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

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

Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i stats-, realkreditobligationer og erhvervsobligationer med høj kreditkvalitet. Forde-lingen mellem aktier og obligationer tilpasses løbende for at opnå det bedst mulige afkast under hensyntagen til risiko og forventninger til markedsudviklingen. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod forskellige typer af aktier og obligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

#### Markedet

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

af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde på de negative vækstforventninger. Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde (Brexit), og dette skabte fornyet usikkerhed og kursfald på det europæiske aktiemarked, som imidlertid var kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks (ECB) lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Da ECB samtidig via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

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

Merrenten på europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i forhold til sammenlignelige statsobligationer (kreditspændene) blev indsnævret med 0,11 procentpoint i 2016. Markedet for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet startede 2016 temmelig negativt med stor bekymring for den globale vækst som resulterede i, at kreditspæn-

#### AFDELINGENS PROFIL

|                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ikke børsnoteret                                                                                                                                                        |
| Udbyttebetalende                                                                                                                                                        |
| Introduceret: November 2007                                                                                                                                             |
| Risikoindeks (1-7): 2                                                                                                                                                   |
| Benchmark: 5% Cibo 1, 20% Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1-3, 10% BarCap Euro Major A-BBB3 hedget DKK, 5% MCSI World AC hedget til DKK og 60% Nordea MTG CM2 år |
| Fondskode: DK0060101640                                                                                                                                                 |
| Porteføljerådgiver: Forskellige rådgivere for underafdelingerne                                                                                                         |

#### FORMUEFORDDELING

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Danske obl.          | 78,7% |
| Danske aktier        | 0,6%  |
| Udenlandske obl.     | 12,0% |
| Udenlandske akt.     | 7,7%  |
| Øvrige inkl. likvide | 1,0%  |

#### NØGLETAL FOR RISIKO

|                             |      |
|-----------------------------|------|
| Sharpe Ratio                | 1,51 |
| Standardafvigelse           | 1,41 |
| Tracking error              | 0,60 |
| Information Ratio           | 1,41 |
| Sharpe Ratio (benchm.)      | 1,21 |
| Standardafvigelse (benchm.) | 1,07 |

dene steg markant og renterne faldt. I starten af marts øgede ECB det månedlige opkøbsprogram med 20 mia. EUR og inkluderede også virksomhedsobligationer i programmet. Dette var startskuddet til en længere periode med faldende kreditspænd og renter og selv ikke det overraskende Brexit og valget af Trump i USA formåede at vende den positive trend. I den sidste del af året steg renterne noget igen som følge af positive globale vækstforventninger, mens Italien blev kastet ud i en politisk krise, som gav anledning til bekymring for de italienske banker, der kæmper for at leve op til kapitalkravene.

#### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,39 pct., mens benchmark steg 1,80 pct. Afdelingen afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, god økonomisk vækst, fortsat lave renter samt højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

Afdelingen er delt op i fire underafdelinger med hver sin porteføljerådgiver -forvalter med identiske investeringsmæssige rammer og samme benchmark. Afdelingen rådgives forvaltes af Danske Capital, Maj Invest A S, Jyske Bank og Nordea Investment Management.

#### Vurdering af resultatet

Afdelingens højere afkast skyldes primært overvægt af aktier og europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet på bekostning af danske obligationer og pengemarkedsplaceringer samt papirvalget på danske obligationer.

Pengemarkedsplaceringer målt ved afkast af CIBOR 1 mdr: gav i 2016 et negativt afkast på 0,25 pct., 1-3-årige danske statsobligationer gav et afkast på 0,16 pct., og danske realkreditobligationer med konstant varighed på 2 år gav et afkast på 1,51 pct. Europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet gav et afkast på 4,77 pct., mens globale aktier gav 7,45 pct. og europæiske aktier gav 6,86 pct. i 2016. Alle tre afkast er valutaafdækket til danske kroner.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016.

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

Største risici for afkastet vil være en større stigning i de underliggende statsrenter. Selvom ECB's opkøb af statsobligationer forventes at holde renterne lave i en længere periode, er der risiko for en afsmittende effekt fra stigende amerikanske renter. USA er noget længere fremme i vækstcyklen end Europa og det er svært at se, at de europæiske renter afkobler sig markant fra en større stigning i de amerikanske renter. Skulle væksten i Europa og USA blive stærkere end antaget, kan der komme et større opadgående pres på renterne. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

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

Ved indgangen til 2017 har afdelingen investeret 8 pct. af formuen i aktier og 74 pct. af formuen i danske realkredit-og statsobligationer. Den resterende del af formuen består af kreditobligationer og kontanter.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i de nye markeder er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat me-

get lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjenningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

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

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

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

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

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

## Afdeling KK

| Resultatopgørelse                  |                              |                              | Balance                                  |                         |                         |
|------------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                                    | 1.1.-31.12.2016<br>1.000 DKK | 1.1.-31.12.2015<br>1.000 DKK |                                          | 31.12.2016<br>1.000 DKK | 31.12.2015<br>1.000 DKK |
| <b>Renter og udbytter:</b>         |                              |                              | <b>Aktiver</b>                           |                         |                         |
| 1 Renteindtægter                   | 100.532                      | 104.150                      | <b>Likvide midler:</b>                   |                         |                         |
| 2 Renteudgifter                    | 477                          | 438                          | Indestående i depotselskab               | 66.252                  | 133.592                 |
| 3 Udbytter                         | 100.653                      | 46.828                       | <b>I alt likvide midler</b>              | <b>66.252</b>           | <b>133.592</b>          |
| <b>I alt renter og udbytter</b>    | <b>200.707</b>               | <b>150.539</b>               | <b>Obligationer:</b>                     |                         |                         |
| 4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>    |                              |                              | Not. obl. fra danske udstedere           | 5.341.858               | 5.450.181               |
| Obligationer                       | 49.492                       | ÷98.887                      | Not. obl. fra udl. udstedere             | 828.400                 | 533.549                 |
| Kapitalandele                      | ÷64.062                      | 27.035                       | <b>I alt obligationer</b>                | <b>6.170.258</b>        | <b>5.983.730</b>        |
| Afledte finansielle instr.         | ÷10.794                      | ÷29.530                      | <b>Kapitalandele:</b>                    |                         |                         |
| Valutakonti                        | 202                          | 3.301                        | Not. aktier fra DK selskaber             | 39.905                  | 0                       |
| Øvrige aktiver/passiver            | 0                            | 0                            | Not. aktier fra udl. selskaber           | 87.363                  | 0                       |
| 5 Handelsomkostninger              | ÷397                         | ÷119                         | Inv.-beviser i andre danske              |                         |                         |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b> | <b>÷25.558</b>               | <b>÷98.200</b>               | inv.- og specialforeninger               | 434.047                 | 765.299                 |
| <b>I alt indtægter</b>             | <b>175.149</b>               | <b>52.339</b>                | <b>I alt kapitalandele</b>               | <b>561.315</b>          | <b>765.299</b>          |
| 6 Administrationsomkostninger      | 10.205                       | 12.698                       | <b>Afl. finansielle instr.:</b>          |                         |                         |
| <b>Resultat før skat</b>           | <b>164.943</b>               | <b>39.641</b>                | Unot. afl. finansielle instr.            | 2.347                   | 4.603                   |
| 7 Skat                             | 76                           | 0                            | <b>I alt afledte finansielle instr.</b>  | <b>2.347</b>            | <b>4.603</b>            |
| <b>Årets nettoresultat</b>         | <b>164.867</b>               | <b>39.641</b>                | <b>Andre aktiver:</b>                    |                         |                         |
| <b>Resultatdisponering</b>         |                              |                              | Tilg.hav. renter, udbytter m.m.          | 45.797                  | 46.117                  |
| Foreslået udlodning                | 138.949                      | 156.214                      | Andre tilgodehavender                    | 47                      | 97                      |
| Overført til udlodning næste år    | 3.572                        | 5.008                        | Mellemvær. vedr. handelsafv.             | 269.694                 | 0                       |
| 8 Disponeret i alt vedr. udlodning | 142.521                      | 161.221                      | Aktuelle skatteaktiver                   | 9                       | 0                       |
| Overført til formuen               | 22.347                       | ÷121.581                     | <b>I alt andre aktiver</b>               | <b>315.547</b>          | <b>46.214</b>           |
| <b>I alt disponeret</b>            | <b>164.867</b>               | <b>39.641</b>                | <b>Aktiver i alt</b>                     | <b>7.115.719</b>        | <b>6.933.437</b>        |
|                                    |                              |                              | <b>Passiver</b>                          |                         |                         |
|                                    |                              |                              | 9 Investorer formue                      | 7.077.086               | 6.912.219               |
|                                    |                              |                              | <b>Afledte finansielle instrumenter:</b> |                         |                         |
|                                    |                              |                              | Unot. afl. finansielle instr.            | 5.986                   | 1.984                   |
|                                    |                              |                              | <b>I alt afledte finansielle instr.</b>  | <b>5.986</b>            | <b>1.984</b>            |
|                                    |                              |                              | <b>Anden gæld:</b>                       |                         |                         |
|                                    |                              |                              | Skyldige omkostninger                    | 6.266                   | 8.674                   |
|                                    |                              |                              | Mellemvær. vedr. handelsafv.             | 26.380                  | 10.560                  |
|                                    |                              |                              | <b>I alt anden gæld</b>                  | <b>32.646</b>           | <b>19.234</b>           |
|                                    |                              |                              | <b>Passiver i alt</b>                    | <b>7.115.719</b>        | <b>6.933.437</b>        |

### Noter til resultatopgørelse og balance

| Nøgletal                           | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Afkast (pct.)                      | 5,59       | 3,20       | 3,18       | 0,89       | 2,39       |
| Benchmarkafkast (pct.)             | 4,63       | 1,53       | 2,46       | ÷0,35      | 1,80       |
| Sharpe Ratio                       | 3,31       | 2,17       | 2,65       | 1,34       | 1,51       |
| Indre værdi (DKK pr. andel)        | 104,28     | 103,28     | 104,21     | 101,77     | 101,87     |
| Nettoresultat (t.DKK)              | 352.902    | 212.975    | 199.137    | 39.641     | 164.867    |
| Udbytte (DKK pr. andel)            | 4,25       | 2,30       | 3,40       | 2,30       | 2,00       |
| Administrationsomkostninger (pct.) | 0,22       | 0,24       | 0,17       | 0,21       | 0,15       |
| ÅOP                                | 0,22       | 0,24       | 0,17       | 0,21       | 0,15       |
| Omsætningshastighed (antal gange)  | 0,95       | 0,86       | 0,69       | 0,69       | 0,61       |
| Investorer formue (t.DKK)          | 6.660.466  | 6.873.441  | 5.072.578  | 6.912.219  | 7.077.086  |
| Antal andele                       | 63.871.969 | 66.552.339 | 48.677.624 | 67.919.021 | 69.474.396 |
| Stykstørrelse i DKK                | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        |