



Årsrapport 2016

Investeringsforeningen Gudme Raaschou

Investeringsforeningen

GUDME RAASCHOU

Foreningsoplysninger

Forening

Investeringsforeningen Gudme Raaschou
Badstuestræde 20, 1209 København K
Telefon: 38 14 66 00
Hjemmeside: www.gudme-invest.dk
E-mail: gr@invest-administration.dk

CVR-nr.: 25 70 57 50

Reg.nr. i Finanstilsynet: 11.127

Stiftet: 1. november 2000

Hjemsted: Københavns Kommune

Regnskabsår: 1. januar - 31. december

Bestyrelse

Lisa Herold Ferbing (formand)
Kjeld Iversen (næstformand)
Niels Mazanti
Jes Damsted

Ledelseshverv er anført under fællesnoten

Investeringsforvaltningsselskab

Invest Administration A/S
Badstuestræde 20, 1209 København K
Telefon: 38 14 66 00

Revisor

Ernst & Young
Godkendt Revisionspartnerselskab
Osvald Helmuths Vej 4, Postboks 250
2000 Frederiksberg
Telefon: 73 23 30 00

Depotselskab og navnenoteringssted

Lån & Spar Bank A/S
Højbro Plads 9-11, Postboks 2117
1014 København K
Telefon: 33 78 20 00

Tilsynsmyndighed

Finanstilsynet
Århusgade 110, 2100 København Ø
Telefon: 33 55 82 82

Generalforsamling

Investeringsforeningen Gudme Raaschou afholder ordinær generalforsamling torsdag den 30. marts 2017, kl. 15, på Radisson Blu Scandinavia Hotel, Amager Boulevard 70, 2300 København S.

Finanskalender

Årsrapport 2016	23. februar 2017
Generalforsamling	30. marts 2017
Halvårsrapport 2017	24. august 2017

Indhold

Foreningsoplysninger	2
Ledelsesberetning	
Årets resultat og udbytte	3
De finansielle markeder i 2016.....	3
Forventninger til 2017	4
Risici og risikostyring	5
Samfundsansvar.....	7
Andre oplysninger	7
Påtegninger	
Ledelsespåtegning.....	8
Den uafhængige revisors erklæringer	9
Beretning og årsregnskab:	
1. januar - 31. december 2016	11
Afdeling Selection	
Beretning.....	12
Resultatopgørelse, balance og noter	13
Afdeling Nordic Alpha	
Beretning.....	15
Resultatopgørelse, balance og noter	16
Afdeling Danske Aktier	
Beretning.....	18
Resultatopgørelse, balance og noter	19
Afdeling Emerging Markets Aktier	
Beretning.....	21
Resultatopgørelse, balance og noter	22
Afdeling Classics	
Beretning.....	24
Resultatopgørelse, balance og noter	25
Afdeling European High Yield	
Beretning.....	27
Resultatopgørelse, balance og noter	28
Afdeling US High Yield	
Beretning.....	30
Resultatopgørelse, balance og noter	31
Afdeling Emerging Markets Debt	
Beretning.....	33
Resultatopgørelse, balance og noter	34
Fællesnote	
Ledelsen	36
Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere	36
Bestyrelses- og revisionshonorar	36
Anvendt regnskabspraksis	37

Ledelsesberetning

Året i hovedoverskrifter

- Begyndende økonomisk vækst har givet aktiekursstigninger globalt, men Europa halter efter.
- Renteniveauet er fortsat lavt og visse steder negativt, men renten forventes at stige gradvist.
- Væksten i verdensøkonomien har været og forventes at være for opadgående, men er fortsat skrøbelig.
- De politiske risici i verden vurderes at være større end i de foregående år.

Afdelingernes resultat, afkast, formue og udbytte

Afdeling	Resultat (mio. kr.)	Afkast (pct.)	Benchmark afkast (pct.)	Formue, ultimo 2016 (mio. kr.)	Forslag til ud- bytter for 2016 (kr. pr. andel)
Selection	0,6	2,49	10,32	342,6	2,30
Nordic Alpha	5,1	5,45	-1,59	110,9	12,40
Danske Aktier	2,1	0,32	3,22	537,8	10,30
Emerging Markets Aktier	8,2	11,84	14,13	222,2	0,00
Classics	-7,4	-2,99	0,27	168,8	0,00
European High Yield	154,2	7,50	9,05	2.203,9	7,60
US High Yield	33,0	6,70	17,49	667,1	3,20
Emerging Markets Debt	10,8	5,61	10,19	218,9	0,00
I alt	206,6			4.472,20	

Årets resultat og udbytte

Foreningens årsrapport med regnskab og indstilling til resultatfordeling fremlægges her af bestyrelsen til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 30. marts 2017.

Foreningens resultat

Det regnskabsmæssige resultat for alle afdelingerne blev under ét på kr. 206,6 mio. i 2016 mod kr. 306,8 mio. året forinden. Aktieafdelingerne i danske, globale og emerging markets aktier gav alle positive afkast som følge af markedernes stigende tiltro til den økonomiske udvikling i de kommende år, mens de europæiske aktier under ét ikke har kunnet følge den globale trend.

Obligationsafdelingerne i high yield og emerging markets obligationer præsterede alle pæne, positive afkast, og det er ligeledes en afspejling af den stigende tiltro til også virksomhedernes økonomi i de kommende år.

Foreningens samlede formue steg i 2016 med 27,7 pct. til kr. 4.472,2 mio. ved udgangen af året. Formuestigningen er et udtryk for tilvækst i form af årets afkast, samt at nyemissioner har oversteget indfrielse.

Udbytter for 2016

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales udbytter som angivet i oversigten. Udloeningen er i alle afdelingerne beregnet i overensstemmelse med vedtægternes og skattelovgivningens bestemmelser om minimumsudlodninger, beregnet ud fra renter, udbytter samt realiserede, men ikke urealiserede kursgevinster og -tab.

De finansielle markeder i 2016

Den økonomiske udvikling

Ved indgangen til 2016 var der bekymring for, om den økonomiske vækst, der havde bragt verdensøkonomien ud af finanskrises recessionsår, igen var på vej nedad. Det smittede af på stemningen på de finansielle markeder, der startede 2016 med markante fald i både aktiekurser og renter.

Selv om væksten, og navnlig vækstforventningerne for de kommende år, i løbet af året er kommet op igen, blev den globale vækst for verden under ét i 2016 den laveste siden recessionsårene 2008 og 2009.

Det betød, at forventningerne om rentestigninger blev skudt ud i fremtiden, og centralbankerne verden over har gennem året forsøgt at bidrage til væksten ved at føre en meget lempelig pengepolitik med lave styringsrenter og massive opkøb af obligationer.

Selv om økonomien globalt er langsomt på vej opad, er der store regionale forskelle, idet navnlig USA blandt de industrialiserede lande har haft højere økonomisk vækst og begyndende rentestigninger, hvorimod Europa set under ét har det sværere med store regionale forskelle. Også store dele af udviklingslandene i emerging markets har været trukket med af væksten i USA.

Europa har været præget af en lang række udfordringer fra store forskelle mellem økonomien i Sydeuropa og Nordeuropa og et handlingssvækket EU, som har haft store vanskeligheder med både flygtninge- og migrantsituationen, den økonomiske udvikling og den folkelige tilslutning i mange medlemslande.

Mens den amerikanske centralbank gradvist er ved at påbegynde en normalisering af de lave styringsrenter, er de fortsat negative i Europa. Tilmed har renterne på europæiske statsobligationer i lange perioder været negative. Generelt er det dog vurderingen, at renten overalt vil være gradvist for opadgående som følge af, at den ligeledes gradvise økonomiske vækst allerede er ved at vise sig i form af stigende inflation.

På den politiske front kom særligt to begivenheder til at dominere i 2016, hhv. Storbritanniens Brexit-afstemning og det amerikanske præsidentvalg. Begge begivenheder fik et anderledes udfald end forventet. I begge tilfælde var de umiddelbare markedsreaktioner negative, men markederne stabiliserede sig hurtigt igen, selv om der fortsat ligger en usikkerhed omkring virkningerne af den britiske udmeldelse af EU og omkring den økonomiske politik og handelspolitik, den nye amerikanske regering forventes at føre.

Pengepolitikken

Fokus har i 2016 været på USA, hvor den amerikanske centralbank hævede renten allerede i december 2015 og da varslede flere renteforhøjelser i 2016. Uro på finansmarkederne i starten af 2016 og tvivl om vækstforløbet betød, at yderligere amerikanske renteforhøjelser først skete i december, hvor renten blev hævet med 0,25 pct.-point til 0,75 pct. I 2017 ventes yderligere renteforhøjelser, men i et gradvist og behersket tempo.

I Europa var forløbet anderledes. I marts annoncerede den europæiske centralbank, at obligationsopkøbsprogrammet ville blive udvidet, og indskudsbevisrenten blev nedsat 0,1 pct.-point til minus 0,4 pct. Derudover ville en del af opkøbene blive foretaget i ikke-finansielle erhvervsobligationer. Det pressede markedsrenterne yderligere ned, og egentlige renteforhøjelser for at normalisere renteniveauet ligger lidt længere ude i fremtiden.

Obligationsmarkedet

Den europæiske centralbanks obligationsopkøbsprogram fik stor indflydelse på renteutviklingen i 2016. Ved indgangen til 2016 var den 10-årige europæiske rente på 0,6 pct. og i Danmark 1,0 pct.

Renterne var faldende hele foråret i forventningen om, at opkøbsprogrammet ville blive forlænget. Den 10-årige europæiske rente var i starten af juli minus 0,2 pct., mens den danske var 0,0

pct. Ved udgangen af året var den 10-årige danske rente steget til 0,3 pct., mens den 2-årige stadig var negativ på minus 0,5 pct.

Aktiemarkedet

2016 blev et år med store kursudsving, og det europæiske marked var endnu en gang et af de svageste på det globale marked, mens både det amerikanske marked og emerging markets udviste pæne stigninger. Under ét steg de globale aktiemarkeder med omkring 10 pct. målt i DKK.

Året startede negativt med store kursfald, men det rettede sig navnlig sidst på året. Amerikanske aktier og emerging markets aktier steg hver især med godt 14 pct. Emerging markets aktierne steg primært som følge af en stabilisering i råvarepriserne trukket af olieprisstigninger på næsten 50 pct. i løbet af året. Stigningen i olieprisen har gennem året været et udtryk for en stigende tiltro til den økonomiske vækst i de kommende år. På brancheniveau var det specielt sektorerne energi, industri og banker, som udviste de største kursstigninger.

Navnlig det amerikanske aktiemarked har reageret i forventning om effekterne af den økonomiske politik og handelspolitik, som den nye regering forventes at føre. Kombinationen af en ekspansiv økonomisk politik og en mere protektionistisk handelspolitik har styrket forventningerne til amerikanske virksomheder. Hertil kommer, at de økonomiske indikatorer i USA i forvejen pegede opad.

Valutamarkedet

Den amerikanske centralbanks udskydelse af fortsatte renteforhøjelser i starten af året betød, at USD blev svækket med knap 6 pct. overfor EUR, men som året gik, indikerede nøgletallene for USA, herunder inflationen, stadig tydeligere, at der snart måtte komme en renteforhøjelse. Det styrkede USD på ny. Samlet set er USD styrket ca. 3 pct. overfor DKK gennem året.

I Europa er GBP faldet markant efter Brexit-afstemningen og sluttede 2016 ca. 14 pct. lavere overfor både EUR og DKK end ved indgangen til året.

Kreditmarkedet

Kreditspændene og kursudviklingen på erhvervsobligationer var præget af udsving i løbet af året, men for 2016 som helhed var det et godt år for erhvervsobligationer med pæne afkast i niveauerne 5-10 pct. på tværs af regionerne Europa, USA og emerging markets.

Markederne led dog fra starten af året under de faldende råvare- og oliepriser, men udviklingen vendte i takt med stabiliseringen af de økonomiske nøgletal og de fortsat lave renter. Det var især obligationerne med laveste kreditværdighed, der steg mest.

Forventninger til 2017

Optimismen og den positive udvikling i de økonomiske indikatorer peger ved indgangen til 2017 på et positivt år for aktier. Aktiemarkedernes defensive sektorer har i de seneste fem år været bedre end de cykliske, men den trend er dog brudt i 2016. Det er et udtryk for, at aktiemarkedet har positive forventninger til økonomien og virksomhedernes indtjening i de kommende år. En fortsat positiv udvikling fordrer derfor, at de positive forventninger til indtjeningsudviklingen bliver indfriet. Der er i aktieafdelingerne forventninger

om et moderat positivt afkast på linie med den generelle markedsudvikling (benchmark) i de markeder, de enkelte afdelinger investerer i.

Centralbankerne verden over vil i det kommende år gradvist føre en mindre lempelig pengepolitik. USA er begyndt normaliseringen af pengepolitikken, og renten ventes hævet gradvist i 2017. Selv om den europæiske centralbank som forventet fortsætter den lempelige kurs ind i 2017, vil der ske en udfasning af obligationsopkøbsprogrammet. De korte obligationsrenter forventes derfor at forblive forholdsvis lave, mens de lange renter formentlig vil blive trukket op af stigende inflationsforventninger. Der er i obligationsafdelingerne forventninger om beskedne, men positive afkast på linie med den generelle markedsudvikling (benchmark) i de markeder, de enkelte afdelinger investerer i.

Der er umiddelbart to risici i 2017, som man skal hæfte sig ved, dels at den makroøkonomiske udvikling kan vise sig at skuffe igen, dels at de politiske risici i 2017, som anført, er betydelig større end i de foregående år.

Risici og risikostyring

Investeringsforeningen Gudme Raaschou tilbyder aktieafdelinger, der investerer i såvel danske som udenlandske værdipapirer samt obligationsafdelinger, der investerer i udenlandske kreditobligationer. Afdelingernes generelle profil samt risikoindikator er beskrevet i de følgende afsnit. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingerne henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.gudme-invest.dk.

De nøgletal, som anvendes i risikostyringen omfatter for obligationer typisk varighed og segmentfordeling og for aktier typisk active share, tracking error og segmentfordeling i forhold til benchmark. Nøgletallene er omtalt under regnskabs fællesnoter. Alle porteføljerne er aktivt forvaltede, dvs. at porteføljeforvalteren tager positioner i forhold til benchmark med sigte på at opnå et højere afkast uden unødige risici. For et investeringsområde som danske aktier, kan det dog under tiden på grund af det danske aktiemarkeds begrænsede størrelse og diversifikationsmulighed være svært at identificere positionsmuligheder, og porteføljen kan derfor helt bevidst i perioder fremstå som investeret tæt på sit benchmark.

Der er forskellige risici knyttet til de enkelte afdelinger. Risikoen er udtrykt ved en risikoindikator, der er et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker dog ikke en risikofri investering.

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko			Høj risiko			

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene målt som standardafvigelse i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data.

Store historiske udsving er lig med 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 indikatoren (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Der er historisk set typisk større risiko forbundet med at investere i aktier end i obligationer, og investering i afdelinger med obligationer svarer ikke til et statsgaranteret indskud.

De historiske data giver ikke nogen garanti for den fremtidige kursudvikling.

Risikoindikatorerne for de enkelte afdelinger i Gudme Raaschou ultimo året fremgår af skemaet på næste side. Eventuelle ændringer i året er beskrevet i beretningen for afdelingen.

Det er vigtigt at opnå den rigtige kombination af investeringsbeviser i forhold til ens økonomi, tidshorisont og risikovillighed. Det gælder både på tidspunktet for investeringen og løbende i opsparingsperioden. Derfor anbefales det at opsøge rådgivning.

Eksempler på risikoelementer er beskrevet nedenfor. Listen er ikke udtømmende.

Risici knyttet til valg af investeringsbeviser i forskellige afdelinger

Investeringer skal sammensættes ud fra egne behov og forventninger. Man skal derfor være bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Risikoelementer omfatter f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndteres inden for de givne rammer for de forskellige investeringsområder, afdelingerne investerer i. Et eksempel på risikostyringselementer er lovgivningens regler om risikospredning.

Risici knyttet til investeringsbeslutninger

Investeringsbeslutninger er langt overvejende baseret på porteføljerådgiveres handelsforslag til køb og salg af værdipapirer. Handelsforslagene udspringer af forventninger til fremtiden, der dannes ud fra kendskab til markedsforholdene f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Målet er at opnå et afkast, der svarer til markedsafkastet af afdelingens benchmark, så der opnås et tilfredsstillende afkast under hensyn til de investeringsområder, der investeres i, omkostninger samt rammer for risikospredning.

Afdelingernes afkast er opgjort efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for de almindelige omkostninger, der er ved porteføljepleje.

Strategierne medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastene kan blive både højere og lavere end benchmark.

Benchmarket er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer.

De væsentligste begrænsninger i investeringerne følger af de gældende regler for risikospredning.

Risici knyttet til driften af foreningen og dens afdelinger

Ved administration af foreningens midler er der en række forretningsmæssige risici, herunder risici i relation til investeringsbeslutningerne, f.eks. kvaliteten af de porteføljemæssige investeringsbeslutninger samt til driften af foreningen, f.eks. menneskelige og systemmæssige fejl, og til den daglige ledelses evne til løbende at holde bestyrelsen godt orienteret om foreningens forhold.

Investeringsforeningen er underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpålagt revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer.

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger under Investeringsforeningen Gudme Raaschou henvises til gældende prospekt for foreningens afdelinger, der kan downloades fra foreningens hjemmeside.

Generelle risikofaktorer

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

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

Valuta: Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske

kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, og afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko, forudsat en uændret dansk fastkurspolitik i forhold til EUR. I afdelingerne US High Yield og Emerging Markets Debt søges valutakursrisikoen afdækket ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter.

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

Særlige risici ved obligationsafdelingerne

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

Renterisiko: Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renterisikoen er risikoen for, at der opstår kursfald som følge af, at renten stiger.

Stiger renten, falder kursværdien på obligationerne. Renteutviklingen er blandt andet afhængig af de økonomiske forhold i EU og USA. Foreningen styrer renterisikoen ved at fastsætte konkrete grænser/intervaller for den korrigerede varighed på porteføljen i hver af obligationsafdelingerne. Den korrigerede varighed udtrykker, hvor meget porteføljen forventeligt vil ændre sig ved en rentestigning og ved et rentefald.

Kreditrisiko: De forskellige obligationstyper - statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets obligationer, kreditobligationer osv. - er alle behæftet med en kreditrisiko. Kreditrisikoen er risikoen for, at debitoren bag obligationen ikke kan leve op til sine forpligtelser og tilbagebetale sin gæld. Kreditrisikoen er derfor forskellig alt efter udsteders kreditværdighed, som kan ændres over

Afdelingernes generelle profil

Afdeling	Stiftet	Investerer fortrinsvis i	Risikoindeks
Selection	2000	Globale Aktier	6
Nordic Alpha	2004	Nordiske Aktier	6
Danske Aktier	2007	Danske Aktier	6
Emerging Markets Aktier	2009	Emerging markets aktier	6
Classics	1997	Danske og udenlandske aktier	5
European High Yield	2002	Europæiske erhvervsobligationer	3
US High Yield	2006	Amerikanske erhvervsobligationer	3
Emerging Markets Debt	2010	Emerging markets obligationer	4

tid. Obligationer udstedt af den danske stat betragtes f.eks. som meget sikre obligationer, fordi kreditrisikoen er lav.

Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Særlige risici ved aktieafdelingerne

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

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

Risikoklasse - gul

I Erhvervs- og Vækstministeriets risikoklassifikation er afdelingerne, i lighed med andre investeringsforeningers afdelinger, risikoklassificeret med farven gul, der betyder, at der er risiko for, at indskuddet på produktet kan tabes helt eller delvist, og at produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue. Ud over den gule kategori findes en grøn og en rød kategori.

Samfundsansvar

Etisk regelsæt

Foreningen har fastlagt et regelsæt for sit samfundsansvar i forbindelse med investeringerne. Det følger i høj grad de retningslinier, som er fastlagt internationalt i regi af FN, UN Global Compact.

Udgangspunktet er, at foreningens investeringer følger de love og etiske regelsæt, som gælder i de enkelte lande. Foreningen investerer ikke i virksomheder, der bevidst og gentagne gange bryder regler, fastsat af nationale myndigheder eller internationale organisationer med dansk tiltrædelse, herunder FN, eller er omfattet af en handelsblokade vedtaget af FN eller EU og tiltrådt af Danmark.

Foreningen ejer heller ikke virksomheder, der producerer våben eller tobak som kerneaktivitet.

Foreningens investeringsrådgiver følger løbende såvel porteføljen som nye investeringsmuligheder for at identificere, hvis der måtte være forhold, der ikke er i overensstemmelse med regelsættet.

Opstår sådanne sager, tages der i samråd mellem foreningens bestyrelse og investeringsrådgiver stilling til, om en investering skal afhændes. Der har ikke i 2016 været sager, hvor et selskab er afhændet.

Udøvelse af stemmeret

Foreningen har endvidere fastlagt en politik for udøvelse af stemmeretten på en virksomheds generalforsamling i de tilfælde, hvor det efter en konkret vurdering kan medvirke til at opfylde foreningens mål.

Som hovedregel vurderes indstillinger til generalforsamlingen fra en virksomheds bestyrelse at tjene investorernes og selskabets interesser, men er kontroversielle forhold til behandling, vurderes sagen i samråd mellem foreningens bestyrelse og investeringsrådgiver. Der har ikke i 2016 været sådanne sager.

Andre oplysninger

Særlige begivenheder

Der er ikke siden årets udgang indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsregnskabet. Der er heller ikke konstateret særlige forhold eller usikkerhed vedrørende indregning og måling i årsregnskabet.

Foreningens drift

Foreningens ledelse og drift varetages af bestyrelsen og administrationsselskabet Invest Administration A/S sammen med kredsen af aftaleparter i henhold til indgåede samarbejdsaftaler, sådan som anført i fællesnoten til regnskabet. De kompetencer og videnressourcer, foreningen har til rådighed, vurderes som nødvendige og tilstrækkelige for at sikre foreningens fremtidige resultater, drift og udvikling.

Aflønning

Foreningen har ingen ansatte, idet driften som anført varetages af Invest Administration A/S. Fsva. omtale af lønpolitik for administrationsselskabets ansatte henvises til årsrapporten for Invest Administration A/S. Bestyrelsens honorar fastsættes af generalforsamlingen og er redegjort for i regnskabet fællesnote.

Bestyrelsens ledelseshverv fremgår af fællesnoten.

Afledte finansielle instrumenter

Foreningen anvender ikke andre afledte finansielle instrumenter end almindelige valutaterminsforretninger på dækket basis til afdekning af valutarisikoen på afdelingerne for high yield og emerging markets obligationer.

Fusion

Foreningens bestyrelse har gennem 2016 overvejet de enkelte afdelingers fremtid og har vurderet, at det vil være rigtigt at gennemføre en forenkling af afdelingsstrukturen for Investeringsforeningerne Lån & Spar Invest og Gudme Raaschou samt Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest.

Der vil på generalforsamlingerne i foråret 2017 blive fremsat forslag om fusion af en række parallelle afdelinger i Lån & Spar Invest og Gudme Raaschou med det formål at opnå større driftsmæssig effektivitet og lavere omkostninger, ligesom omdannelsen til balance-rede afdelinger i Lån & Spar MixInvest, som blev igangsat sidste år, vil blive fuldendt. Forslagene er nærmere behandlet i det materiale, der foreligger til de tre foreningers generalforsamlinger.

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for Investeringsforeningen Gudme Raaschou for regnskabsåret sluttende 31. december 2016.

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

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

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 23. februar 2017

Direktion:

Invest Administration A/S

Niels Erik Eberhard

Bestyrelse:

Investeringsforeningen Gudme Raaschou

Lisa Herold Ferbing
formand

Kjeld Iversen
næstformand

Niels Mazanti

Jes Damsted

Den uafhængige revisors erklæringer

Til investorerne i Investeringsforeningen Gudme Raaschou

Konklusion

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

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

Grundlag for konklusion

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

Centrale forhold ved revisionen

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

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

Værdiansættelse af finansielle instrumenter

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

Vi anser, at der i relation til værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter generelt ikke er knyttet betydelige risici

for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, idet afdelingernes finansielle instrumenter hovedsageligt består af likvide noterede finansielle instrumenter, for hvilke der findes en noteret kurs på et aktivt marked, og kun i begrænset omfang af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter, hvor dagsværdien fastlægges ved hjælp af anerkendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn.

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

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

- Test af registreringssystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.
- Kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige priskilder.
- Stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter.

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

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsregnskaberne som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i

overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskaberne.

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

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

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

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan

tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

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

Udtalelse om ledelsesberetningen

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

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

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

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

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

København, den 23. februar 2017

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

Ole Karstensen
statsautoriseret revisor

Rasmus Berntsen
statsautoriseret revisor

Beretning og årsregnskab

1. januar - 31. december 2016

Afdeling Selection

Investeringsområde og -profil

Afdeling Selection investerer i internationale aktier, som er noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked, samt i likvide bankindsud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer på store selskaber med et stærkt cash flow, en stærk markedsposition samt en dygtig ledelse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer og omfatter typisk mellem 30 og 100 selskaber. Afdelingens benchmark er MSCI World inkl. udbytte.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,5 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde 10,3 pct., og årets resultat er som sådan ikke tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Afdelingen har gennem året været overvægtet i defensive selskaber med forholdsvis stabil indtjening, og disse selskaber har ikke på samme måde som selskaber, der er mere følsomme overfor konjunkturudviklingen, nydt godt af fremgangen i verdensøkonomien. Det er navnlig de amerikanske aktiemarkeder, som har nydt godt af den ganske stærke økonomiske fremgang i USA.

Markedsudvikling i 2016

Året var præget af betydelige udsving i aktiemarkederne. Året startede med store kursfald i det meste af verden som følge af en bekymring for den økonomiske udvikling, men det rettede sig i løbet af året i takt med en højere økonomisk vækst, navnlig i USA. Året bød også på betydelige udsving som følge af først den britiske Brexit-afstemning og senere det amerikanske præsidentvalg, som begge gav overraskende resultater. Kursfaldene blev dog forholdsvis hurtigt stabiliseret igen, hjulpet af dels den lave rente, dels af de ganske positive økonomiske udsigter.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i alle verdens aktiemarkeder og er dermed eksponeret til den generelle udvikling på de internationale aktiemarkeder, snarere end udviklingen på enkelte markeder. Investeringspolitikken er fortrinsvis rettet mod større selskaber, der i mange tilfælde driver en international forretning. Risikoen er dermed for en del af disse selskaber eksponeret til den generelle internationale markedsudvikling snarere end til udviklingen på de enkelte nationale eller regionale markeder. Afdelingen er placeret i risikokategori 6 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

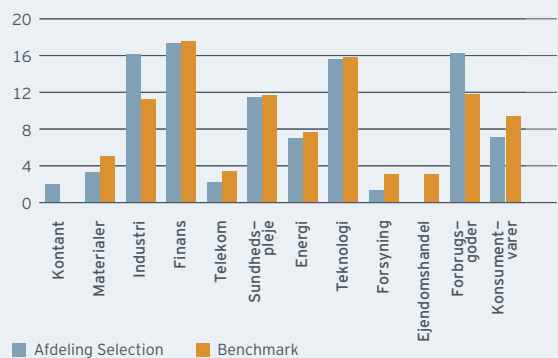
Forventninger til 2017

Udsigterne vurderes til moderat positive afkast for de fleste aktiemarkeder i verden på niveau med benchmark. Der forventes fortsat en positiv økonomisk udvikling og gode økonomiske nøgletal i de fleste af de store økonomier, navnlig USA, ligesom virksomhederne generelt er i en god gænge med pæn indtjening og en sund kapitalstruktur. Forventningerne til økonomisk vækst er dog stærkere i USA og en række asiatiske økonomier end i Europa. En række risikomomenter bør også fremhæves, herunder udsigten til renteforhøjelser og de kommende valg i en række europæiske lande i 2017, der kan indebære politisk usikkerhed.

Fakta om Afdeling Selection

Børsnoteret / Stiftet	2000
Udbyttebetalende – Aktiebaseret	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	0,97
Active share	81,43
Tracking error	3,09
Benchmark	MSCI World Inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,39
ÅOP	2,20

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016



Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Pandora	3,2%
2	JP Morgan Chase & Co	3,0%
3	Bank of America	3,0%
4	CitiGroup	2,7%
5	Goldman Sachs	2,5%
6	Adobe Systems	2,4%
7	Johnson & Johnson	2,4%
8	Microsoft Corp	2,3%
9	Alphabet	2,2%
10	3M CO	2,2%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Selection – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Selection

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	0,6	61,4	32,5	41,9	31,9
Investorerne formue inkl. udlodning	342,6	371,6	375,3	297,9	302,2
Cirkulerende andele (nominel værdi)	342,5	380,8	448,4	390,7	451,0
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	100,02	97,59	83,70	76,25	67,00
Udlodning pr. andel	2,30	0,00	0,00	0,00	0,00
Årets afkast i pct.	2,49	16,59	9,77	13,81	15,30
Sharpe Ratio	0,97	0,62	0,81	1,01	0,08
Standardafvigelse	11,12	12,45	11,78	14,08	17,72
Omkostningsprocent	1,55	1,52	1,39	1,37	1,39
Omsætningshastighed	0,61	0,53	0,97	0,98	1,05
ÅOP	2,20	2,13	2,24	2,19	2,29
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	10,32	10,66	18,39	21,19	14,48
Sharpe Ratio	1,39	1,04	1,30	1,14	-0,06
Standardafvigelse	10,09	10,79	8,91	11,59	15,62

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Renteindtægter		0	0
Udbytter		7.730	19.105
I alt renter og udbytter	1	7.730	19.105
Kapitalandele		-518	49.687
Handelsomkostninger	2	-1.115	-1.151
I alt kursgevinster og -tab		-1.633	48.536
I alt indtægter		6.097	67.641
Administrationsomkostninger	3	-4.737	-5.408
Resultat før skat		1.360	62.233
Skat	4	-754	-873
Årets nettoresultat		606	61.360
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		606	61.360
Formuebevægelser		1.903	-49.698
Til disposition		2.509	11.662
Til rådighed for udlodning	5	8.092	362
Overført til formuen		-5.583	11.300

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		8.300	1.948
I alt likvide midler		8.300	1.948
Noterede aktier fra danske selskaber		14.729	24.818
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		320.103	345.745
I alt kapitalandele	6	334.832	370.563
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		226	191
Andre tilgodehavender		221	82
I alt andre aktiver		447	273
Aktiver i alt	7	343.579	372.784
Passiver			
Investorerne formue	8	342.574	371.606
Skyldige omkostninger		1.005	1.178
I alt anden gæld		1.005	1.178
Passiver i alt		343.579	372.784

Afdeling Selection – Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	499	11.731
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.231	7.374
	7.730	19.105

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	1.698	2.011
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-583	-860
Handelsomkostninger ved løbende drift	1.115	1.151

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	20	33	28
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17	13
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	2.280	1	2.599	8
Gebyrer til depotselskab	278	3	252	5
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.411	0	1.641	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	609	0	692	0
Øvrige omkostninger	47	38	75	45
I alt opdeltede administrationsomkostninger	4.673	64	5.309	99
I alt administrationsomkostninger		4.737		5.408

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	754	873
	754	873

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	7.730	19.105
Regulering til kontantprincip (udbytter)	-140	485
Ikke refunderbare udbytteskatter	-754	-873
Kursgevinst/tab til udlodning	4.090	36.751
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-4.737	-5.408
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.541	9.742
Udlodning overført fra sidste år	362	-59.440
I alt til rådighed for udlodning brutto	8.092	362
Heraf foreslået udlodning	-7.878	0
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-214	-362
	0	0

Det negative udlodningsbeløb fremføres til modregning i efterfølgende års udlodninger.

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børnnoterede finansielle instrumenter	97,5	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,5	0,6
	100,0	100,0

Af de børnnoterede finansielle instrumenter er 17,7 pct. placeret i den finansielle sektor, 16,6 pct. i Forbrugsgoder, 16,6 pct. i Industri, 16,0 pct. i Informationsteknologi, 11,8 pct. i Sundhedspleje, 7,2 pct. i Konsumentvarer, 7,1 pct. i Energi og 7,0 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	3.808.000	371.606	4.483.860	375.297
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		0		0
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		0		0
Emission i året	855.000	83.012	1.187.140	110.745
Indløsning i året	-1.238.000	-112.926	-1.863.000	-176.202
Emissionstillæg		365		489
Indløsningsfradrag		494		777
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-583		-860
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-1.541		-9.742
Overført til udlodning fra sidste år		-362		59.440
Overførsel af udlodning til næste år		214		362
Foreslået udlodning		7.878		0
Overført fra resultatopgørelsen		-5.583		11.300
I alt investorerens formue	3.425.000	342.574	3.808.000	371.606

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Nordic Alpha

Investeringsområde og -profil

Afdeling Nordic Alpha investerer i nordiske aktier, som er noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked, samt i likvide bankindsud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer på store selskaber med et stærkt cash flow, en stærk markedsposition samt en dygtig ledelse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer og omfatter typisk mindst 30 selskaber. Afdelingens benchmark er MSCI Nordic inkl. udbytte.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 5,5 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde -1,6 pct., og årets resultat må derfor karakteriseres som overordentlig tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Afdelingen har gennem året været overvægtet i en række stærke norske og svenske selskaber, ligesom der har været en undervægt i en række selskaber, herunder Nokia, Ericsson og Novo Nordisk, som har klaret sig dårligt. Generelt har afkastet af de nordiske aktiemarkeder ikke kunnet måle sig med de øvrige europæiske markeder under ét.

Markedsudvikling i 2016

Året var præget af betydelige udsving i aktiemarkederne. Året startede med store kursfald i det meste af verden som følge af en bekymring for den økonomiske udvikling, men det rettede sig i løbet af året i takt med en højere økonomisk vækst. Året bød også på betydelige udsving som følge af politisk overraskende resultater af først den britiske Brexit-afstemning i juni og senere det amerikanske præsidentvalg i november. Store kursfald blev dog forholdsvis hurtigt stabiliseret igen, hjulpet af dels den lave rente, dels af de ganske positive økonomiske udsigter.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i nordiske aktier og er dermed eksponeret til såvel den generelle udvikling på de internationale aktiemarkeder som den specifikke udvikling i de nordiske lande. Det nordiske aktiemarkeder er dermed mere eksponeret til den regionale udvikling i disse lande end det samlede verdensmarked, og mulighederne for diversifikation er tilsvarende mere begrænset. De store nordiske selskaber driver dog typisk en international forretning, der er eksponeret til udviklingen i andre dele af verden. Afdelingen er placeret i risikokategori 6 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

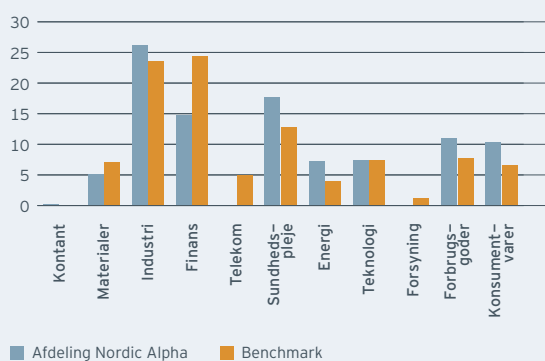
Forventninger til 2017

Udsigterne vurderes til moderat positive afkast på niveau med benchmark for de nordiske aktiemarkeder. Der forventes fortsat en positiv økonomisk udvikling og gode økonomiske nøgletal i de fleste af de store økonomier, navnlig USA, ligesom virksomhederne generelt er i en god gænge med pæn indtjening og en sund kapitalstruktur. Svækkelsen af de europæiske valutaer vil også styrke udviklingen. Der er dog en række risikomomenter, som kan spille ind senere på året, herunder udsigten til renteforhøjelser, ligesom kommende valg i en række lande i 2017 kan indebære stigende politisk usikkerhed.

Fakta om Afdeling Nordic Alpha

Børsnoteret / Stiftet	2004
Udbyttebetalende – Aktiebaseret	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	0,93
Active share	58,46
Tracking error	3,53
Benchmark	MSCI Nordic Index Inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	0,85
ÅOP	2,27

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016

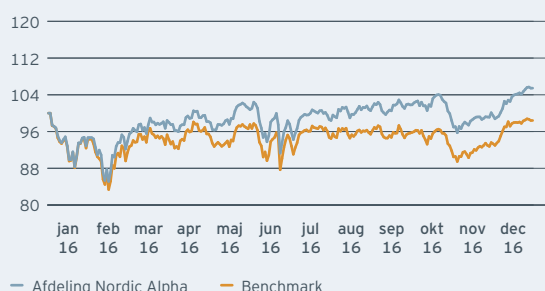


Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Novo Nordisk	9,2%
2	Sampo Oyj	5,7%
3	Atlas Copco AB – B	5,2%
4	Pandora	5,0%
5	Assa Abloy	4,7%
6	StatoilHydro	4,7%
7	Svenska Cellulosa B	4,5%
8	Coloplast B	4,3%
9	Vestas	4,1%
10	Skandinaviska Enskilda Banken	4,0%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Nordic Alpha – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Nordic Alpha

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	5,1	20,7	6,8	15,3	29,0
Investorerne formue inkl. udlodning	110,9	135,0	108,3	121,2	125,5
Cirkulerende andele (nominel værdi)	74,6	78,9	73,2	86,4	100,2
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	148,69	171,05	148,08	140,32	125,27
Udlodning pr. andel	12,40	28,90	4,60	0,00	1,00
Årets afkast i pct.	5,45	18,52	5,53	12,90	23,73
Sharpe Ratio	0,93	0,35	0,53	0,84	-0,12
Standardafvigelse	13,11	15,83	16,54	20,38	28,13
Omkostningsprocent	1,59	1,49	1,50	1,39	1,38
Omsætningshastighed	1,02	1,03	0,94	0,84	1,35
ÅOP	2,27	2,16	2,15	2,05	2,47
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	-1,59	13,80	7,17	19,69	20,68
Sharpe Ratio	0,85	0,60	0,77	0,82	-0,13
Standardafvigelse	12,90	14,99	14,70	17,98	23,95

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Udbytter		3.796	10.107
I alt renter og udbytter	1	3.796	10.107
Kapitalandele		3.922	13.583
Handelsomkostninger	2	-528	-573
I alt kursgevinster og -tab		3.394	13.010
I alt indtægter		7.190	23.117
Administrationsomkostninger	3	-1.872	-1.942
Resultat før skat		5.318	21.175
Skat	4	-175	-443
Årets nettoresultat		5.143	20.732
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		5.143	20.732
Formuebevægelser		-623	524
Til disposition		4.520	21.256
Til rådighed for udlodning	5	9.300	22.860
Overført til formuen		-4.780	-1.604

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		974	2.410
I alt likvide midler		974	2.410
Noterede aktier fra danske selskaber		40.971	47.762
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		69.298	85.213
I alt kapitalandele	6	110.269	132.975
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		3	3
Mellemværende vedr. handelsafvikling		1.070	0
I alt andre aktiver		1.073	3
Aktiver i alt	7	112.316	135.388
Passiver			
Investorerne formue	8	110.879	134.956
Skyldige omkostninger		397	432
Mellemværende vedr. handelsafvikling		1.040	0
I alt anden gæld		1.437	432
Passiver i alt		112.316	135.388

Afdeling Nordic Alpha – Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	899	6.993
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.897	3.114
	3.796	10.107

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	624	663
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-96	-90
Handelsomkostninger ved løbende drift	528	573

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	6	33	10
Revisionshonorar til revisorer	15	1	17	5
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	718	1	700	3
Gebyrer til depotselskab	182	1	171	2
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	566	0	623	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	288	0	304	0
Øvrige omkostninger	47	14	58	16
I alt opdeltede administrationsomkostninger	1.849	23	1.906	36
I alt administrationsomkostninger		1.872		1.942

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	175	443
	175	443

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	3.796	10.107
Ikke refunderbare udbytteskatter	-175	-443
Kursgevinst/tab til udlodning	8.174	14.614
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-1.872	-1.942
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-681	516
Udlodning overført fra sidste år	58	8
I alt til rådighed for udlodning brutto	9.300	22.860
Heraf foreslået udlodning	-9.247	-22.802
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-53	-58
	0	0

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,8	1,8
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 26,5 pct. placeret i Industri, 17,9 pct. i Sundhedspleje, 13,9 pct. i den finansielle sektor, 11,1 pct. i Forbrugsgoder, 10,5 pct. i Konsumentvarer, 7,6 pct. i Informationsteknologi og 12,5 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	789.000	134.956	731.535	108.327
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-22.802		-3.365
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-549		-375
Emission i året	147.725	21.360	160.465	27.381
Indløsning i året	-191.000	-27.245	-103.000	-17.768
Emissionstillæg		46		70
Indløsningsfradrag		66		44
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-96		-90
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		681		-516
Overført til udlodning fra sidste år		-58		-8
Overførsel af udlodning til næste år		53		58
Foreslået udlodning		9.247		22.802
Overført fra resultatopgørelsen		-4.780		-1.604
I alt investorenes formue	745.725	110.879	789.000	134.956

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Danske Aktier

Investeringsområde og -profil

Afdeling Danske Aktier investerer i aktier, som er noteret på Nasdaq Copenhagen A/S, samt i likvide bankindsbud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer hovedsageligt på større selskaber med et stærkt cash flow, en stærk markedsposition samt en dygtig ledelse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet og har typisk investeret i en veldiversificeret portefølje på 20-40 selskaber. Benchmark er OMXCCAP inkl. udbytte.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 0,3 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde 3,2 pct., og årets resultat er som sådan ikke tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Året blev præget af en meget uensartet kursudvikling for flere af de større aktier, og navnlig aktier som Novo Nordisk og Novozymes skuffede og oplevede store to-cifrede procentuelle kursfald. Også børsintroduktionen af Nets skuffede markedet. Omvendt har en meget cyklisk aktie som AP Møller-Mærsk i andet halvår oplevet store kursstigninger, ligesom en række mindre aktier er steget betydeligt.

Markedsudvikling i 2016

2016 blev et omskifteligt år, der startede med store kursfald som følge af global recessionsfrygt, men sluttede mere optimistisk med forventninger om økonomisk vækst og indtjeningsfremgang i virksomhederne. Endvidere blev markedet meget uroligt gennem året og rystet af overraskende begivenheder som den engelske Brexit-afstemning og det amerikanske præsidentvalg. Uroen fik centralbankerne til at udskyde ellers ventede renteforhøjelser, og det var medvirkende til at genskabe roen på aktiemarkederne.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i danske aktier og er dermed eksponeret til såvel den generelle udvikling på de internationale aktiemarkeder som den specifikke udvikling i rækken af selskaber her i Danmark. Det danske aktiemarked er præget af forholdsvis få store selskaber og en række mindre selskaber, og mulighederne for diversifikation er mere begrænset end på større markeder. Afdelingen er placeret i risikokategori 6 på skalaen fra 1 til 7. Selvom danske aktier er noteret i danske kroner, har selskaberne typisk en international forretning og er dermed eksponeret til valutamarkederne derigennem. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

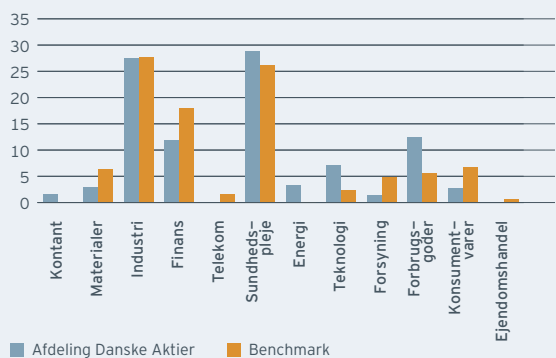
Forventninger til 2017

Udsigterne vurderes til moderat positive afkast på niveau med benchmark for både de danske og internationale aktiemarkeder. Der forventes fortsat en positiv økonomisk udvikling og gode økonomiske nøgletal i de fleste af de store økonomier, ligesom virksomhederne generelt er i en god gænge med pæn indtjening og en sund kapitalstruktur. Der er dog en række risikomomenter, som kan spille ind senere på året, herunder risikoen for renteforhøjelser i USA, ligesom kommende valg i en række store europæiske lande i 2017 kan indebære politisk uro og usikkerhed om det fremtidige europæiske samarbejde.

Fakta om Afdeling Danske Aktier

Børsnoteret / Stiftet	2007
Udbyttebetalende – Aktiebaseret	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,66
Active share	38,48
Tracking error	3,20
Benchmark	OMXCCAP inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,66
ÅOP	1,72

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016



Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Novo Nordisk	9,7%
2	Pandora	9,1%
3	Danske Bank	7,8%
4	Vestas	6,8%
5	Coloplast B	6,6%
6	DFDS	4,8%
7	Genmab	4,8%
8	ISS	4,7%
9	SimCorp	4,6%
10	A. P. Møller Mærsk A	4,4%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Danske Aktier – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Danske Aktier

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	2,1	97,6	26,5	37,6	28,5
Investorerne formue inkl. udlodning	537,8	455,9	316,6	142,7	102,8
Cirkulerende andele (nominel værdi)	400,7	282,1	215,3	103,9	95,9
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	134,23	161,57	147,09	137,28	107,18
Udlodning pr. andel	10,30	26,60	28,10	17,30	6,50
Årets afkast i pct.	0,32	30,12	20,64	35,47	28,56
Sharpe Ratio	1,66	1,06	1,12	1,08	0,03
Standardafvigelse	12,10	14,36	14,89	19,11	24,28
Omkostningsprocent	1,25	1,30	1,12	1,25	1,33
Omsætningshastighed	0,74	0,74	0,93	0,63	1,10
ÅOP	1,72	1,80	1,68	1,74	2,15
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	3,22	30,83	17,21	38,30	23,81
Sharpe Ratio	1,66	1,05	1,00	0,96	-0,20
Standardafvigelse	11,96	13,71	13,42	17,03	22,73

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Udbytter		11.218	26.646
I alt renter og udbytter	1	11.218	26.646
Kapitalandele		-1.911	77.193
Handelsomkostninger	2	-1.370	-1.182
I alt kursgevinster og -tab		3.281	76.011
I alt indtægter		7.937	102.657
Administrationsomkostninger	3	-5.843	-4.941
Resultat før skat		2.094	97.716
Skat	4	0	-139
Årets nettoresultat		2.094	97.577
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		2.094	97.577
Formuebevægelser		8.176	13.369
Til disposition		10.270	110.946
Til rådighed for udlodning	5	41.565	75.265
Overført til formuen		-31.295	35.681

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		10.288	8.277
I alt likvide midler		10.288	8.277
Noterede aktier fra danske selskaber		511.376	448.610
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		17.463	0
I alt kapitalandele	6	528.839	448.610
Andre tilgodehavender		11	41
I alt andre aktiver		11	41
Aktiver i alt	7	539.138	456.928
Passiver			
Investorerne formue	8	537.827	455.865
Skyldige omkostninger		1.311	1.063
I alt anden gæld		1.311	1.063
Passiver i alt		539.138	456.928

Afdeling Danske Aktier - Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	10.819	25.591
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	399	1.055
	11.218	26.646

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	1.741	1.414
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-371	-232
Handelsomkostninger ved løbende drift	1.370	1.182

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	31	33	34
Revisionshonorar til revisorer	15	1	17	16
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	3.026	2	2.534	9
Gebyrer til depotselskab	285	5	232	5
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.440	0	1.175	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	868	0	713	0
Øvrige omkostninger	83	54	127	46
I alt opdeltede administrationsomkostninger	5.750	93	4.831	110
I alt administrationsomkostninger		5.843		4.941

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	0	139
	0	139

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	11.218	26.646
Ikke refunderbare udbytteskatter	0	-139
Kursgevinst/tab til udlodning	28.014	40.330
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-5.843	-4.941
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	7.961	13.257
Udlodning overført fra sidste år	215	112
I alt til rådighed for udlodning brutto	41.565	75.265
Heraf foreslået udlodning	-41.269	-75.050
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-296	-215
	0	0

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,9	1,8
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 29,2 pct. placeret i Sundhedspleje, 28,1 pct. i Industri, 12,6 pct. i Forbrugsgoder, 12,2 pct. i den finansielle sektor, 7,3 pct. i Informationsteknologi og 10,6 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	2.821.415	455.865	2.152.415	316.622
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-75.050		-60.483
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-4.283		1.517
Emission i året	1.487.284	198.342	813.000	124.556
Indløsning i året	-302.000	-39.159	-144.000	-23.938
Emissionstillæg		313		196
Indløsningsfradrag		76		50
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-371		-232
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-7.961		-13.257
Overført til udlodning fra sidste år		-215		-112
Overførsel af udlodning til næste år		296		215
Foreslået udlodning		41.269		75.050
Overført fra resultatopgørelsen		-31.295		35.681
I alt investorerens formue	4.006.699	537.827	2.821.415	455.865

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Emerging Markets Aktier

Investeringsområde og -profil

Afdeling Emerging Markets Aktier investerer i børsnoterede virksomheder, som er baseret i eller har deres primære aktiviteter i emerging markets landene. Endvidere kan der investeres i likvide bankindsud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer på selskaber udvalgt efter en grundig analyse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer. Afdelingens benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. udbytte.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 11,8 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde 14,1 pct., og årets resultat er som sådan pænt, men ikke fuldt tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Mange emerging markets lande har som råvareproducenter en stor afhængighed af udviklingen på verdens råvaremarkeder, og de lave olie- og råvarepriser gennem de senere år har lagt et pres på mange lande. Derfor har der været en uensartet kursudvikling i de enkelte regioner, og generelt er emerging markets lande ganske følsomme overfor konjunkturudviklingen, og har derfor nydt godt af fremgangen i verdensøkonomien og den seneste tids olieprisstigninger.

Markedsudvikling i 2016

Afdelingen investerer i aktiemarkeder i emerging markets og er dermed eksponeret til den økonomiske udvikling i disse regioner af verden, snarere end verdensøkonomien som helhed. Emerging markets landene har som hovedregel en stor eksponering mod energi- og råvaremarkederne, og disse markeder har gennem året nydt godt af den fornyede efterspørgsel og prisstigning, der har fundet sted i energi- og råvarepriserne i takt med den forbedrede konjunkturudvikling i hele verdensøkonomien.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i aktier i emerging markets landene og er dermed eksponeret til den mere specifikke udvikling i disse lande og i energi- og råvaremarkederne, som landene er meget afhængige af. Emerging markets lande er samtidig præget af et forholdsvis begrænset udbud af selskaber, og mulighederne for diversifikation er mere begrænset end på større markeder. Selv om udstedelserne ofte er denomineret i USD, opererer selskaberne i lande, hvor også valuta indvirker på selskabsresultater og dermed afkast. Afdelingen er placeret i risikokategori 6 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

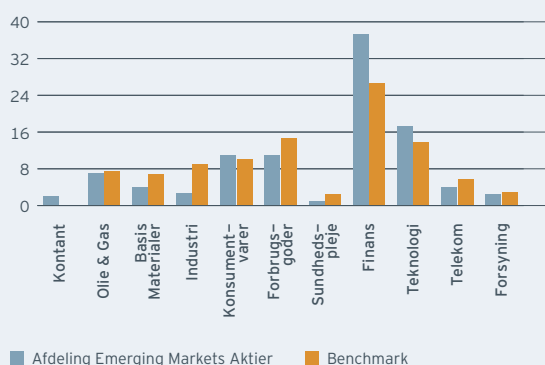
Forventninger til 2017

Udsigterne for emerging markets lande vurderes til positive afkast på niveau med benchmark i takt med de bedre udsigter for verdensøkonomien og fortsatte stabilisering af energi- og råvarepriserne. En risikofaktor vil dog være forventningerne til den nye amerikanske regerings håndtering af handelspolitikken, hvor en mere protektionistisk linie vil være til skade for de fleste emerging markets lande. Det styrker dog disse markeder, at værdiansættelsen er ganske for-sigtig og dermed attraktiv for investorerne.

Fakta om Afdeling Emerging Markets Aktier

Børsnoteret / Stiftet	2009
Udbyttebetalende – Aktiebaseret	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	0,32
Active share	77,06
Tracking error	3,48
Benchmark	MSCI Emerging Markets inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	0,42
ÅOP	1,95

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016



Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Tencent Holdings Ltd	5,8%
2	Sberbank Sponsored Adr	3,2%
3	Housing Development Finance	3,0%
4	Samsung Electronics – pref	3,0%
5	Alibaba Group Holding SP ADR	2,9%
6	Magnit OJSC–Spon GDR	2,7%
7	AIA Group Ltd	2,7%
8	Taiwan Semiconductor Manufac	2,6%
9	China Merchants Bank–H	2,6%
10	Fubon Financial Holdings Co	2,2%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Emerging Markets Aktier – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Emerging Markets Aktier

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	8,2	82,2	131,4	-90,1	131,9
Investorerne formue inkl. udlodning	222,2	210,6	1.293,0	1.247,4	791,1
Cirkulerende andele (nominel værdi)	182,5	147,8	847,6	850,5	486,0
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	121,79	142,51	152,55	146,67	162,77
Udlodning pr. andel	0,00	31,70	0,00	9,80	3,50
Årets afkast i pct.	11,84	-6,58	11,52	-7,82	17,47
Sharpe Ratio	0,32	-0,05	0,41	-0,18	0,60
Standardafvigelse	14,12	14,88	13,30	13,70	13,97
Omkostningsprocent	1,24	1,18	1,05	1,07	1,14
Omsætningshastighed	0,45	0,57	0,49	1,24	0,03
ÅOP	1,95	1,72	1,58	1,90	1,47
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	14,13	-5,08	11,18	-6,84	16,87
Sharpe Ratio	0,42	0,00	0,46	-0,15	0,61
Standardafvigelse	13,51	14,85	13,56	14,35	15,61

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Udbytter		4.208	20.329
I alt renter og udbytter	1	4.208	20.329
Kapitalandele		7.934	70.533
Valutakonti		-411	3.083
Handelsomkostninger	2	-786	-1.658
I alt kursgevinster og -tab		6.737	71.958
I alt indtægter		10.945	92.287
Administrationsomkostninger	3	-2.268	-7.818
Resultat før skat		8.677	84.469
Skat	4	-505	-2.301
Årets nettoresultat		8.172	82.168
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		8.172	82.168
Formuebevægelser		-6.766	-164.099
Til disposition		1.406	-81.931
Til rådighed for udlodning	5	-21.293	46.958
Overført til formuen		22.699	-128.889

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		4.452	18.262
I alt likvide midler		4.452	18.262
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		218.115	192.868
I alt kapitalandele	6	218.115	192.868
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		187	98
Andre tilgodehavender		26	25
I alt andre aktiver		213	123
Aktiver i alt	7	222.780	211.253
Passiver			
Investorerne formue	8	222.208	210.617
Skyldige omkostninger		572	636
I alt anden gæld		572	636
Passiver i alt		222.780	211.253

Afdeling Emerging Markets Aktier – Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.208	20.329
	4.208	20.329

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	1.381	4.317
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-595	-2.659
Handelsomkostninger ved løbende drift	786	1.658

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	13	33	15
Revisionshonorar til revisorer	15	3	17	7
Andre honorarer til revisorer	0	0	4	1
Markedsføringsomkostninger	0	1	0	15
Gebyrer til depotselskab	457	2	1.220	8
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.281	0	5.303	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	394	0	1.042	0
Øvrige omkostninger	49	20	45	108
I alt opdeltte administrationsomkostninger	2.229	39	7.664	154
I alt administrationsomkostninger		2.268		7.818

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	505	2.301
	505	2.301

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	4.208	20.329
Ikke refunderbare udbytteskatter	-505	-2.301
Kursgevinst/tab til udlodning	-18.230	200.847
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	0	-7.818
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-6.874	-164.099
Udlodning overført fra sidste år	108	0
I alt til rådighed for udlodning brutto	-21.293	46.958
Heraf foreslået udlodning	0	-46.850
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-21.293	-108
	0	0

Det negative udlodningsbeløb fremføres til modregning i efterfølgende års udlodninger.

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	91,3
Øvrige finansielle instrumenter	2,1	8,7
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 38,1 pct. placeret i den finansielle sektor, 17,7 pct. i Informationsteknologi, 11,2 pct. i Forbrugsgoder, 11,1 pct. i Konsumentvarer, 7,3 pct. i Industri og 14,6 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	1.477.910	210.617	8.475.910	1.292.976
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-46.850		0
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		13.790		0
Emission i året	982.645	112.900	121.000	18.819
Indløsning i året	-636.000	-76.595	-7.119.000	-1.185.978
Emissionstillæg		437		78
Indløsningsfradrag		332		5.213
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-595		-2.659
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		6.874		164.099
Overført til udlodning fra sidste år		-108		0
Overførsel af udlodning til næste år		-21.293		108
Foreslået udlodning		0		46.850
Overført fra resultatopgørelsen		22.699		-128.889
I alt investorenes formue	1.824.555	222.208	1.477.910	210.617

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Classics

Investeringsområde og -profil

Afdeling Classics investerer i europæiske aktier, som er noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked, samt i likvide bankindsud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer på store selskaber med et stærkt cash flow, en stærk markedsposition samt en dygtig ledelse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer og omfatter typisk mellem 30 og 100 selskaber. Afdelingens benchmark er Stoxx 50 inkl. udbytte.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på -3,0 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde 0,3 pct., og årets resultat er som sådan ikke tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Afdelingen har gennem året været overvægtet i defensive selskaber med forholdsvis stabil indtjening, og disse selskaber har ikke på samme måde som selskaber, der er mere følsomme overfor konjunkturudviklingen, nydt godt af fremgangen i verdensøkonomien. Afkastet af europæiske aktier har dog ikke kunnet måle sig med de amerikanske markeder, hvor den økonomiske fremgang har været stærkere.

Markedsudvikling i 2016

Året var præget af betydelige udsving i aktiemarkederne. Året startede med store kursfald i det meste af Europa som følge af en bekymring for den økonomiske udvikling, men det rettede sig i løbet af året i takt med en højere økonomisk vækst. Året bød også på betydelige udsving som følge af politisk overraskende resultater af først den britiske Brexit-afstemning i juni og senere det amerikanske præsidentvalg i november. Store kursfald blev dog forholdsvis hurtigt stabiliseret igen, hjulpet af dels den lave rente, dels af de ganske positive økonomiske udsigter.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i europæiske aktier og er dermed eksponeret til såvel den generelle udvikling på de internationale aktiemarkeder som den specifikke udvikling i Europa. Det europæiske aktiemarked er dermed mere eksponeret til den europæiske økonomiske udvikling end det samlede verdensmarked, og mulighederne for diversifikation er tilsvarende mere begrænsede, selvom de store europæiske selskaber typisk driver en international forretning med eksponering til udviklingen i andre dele af verden. Afdelingen er placeret i risikokategori 5 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

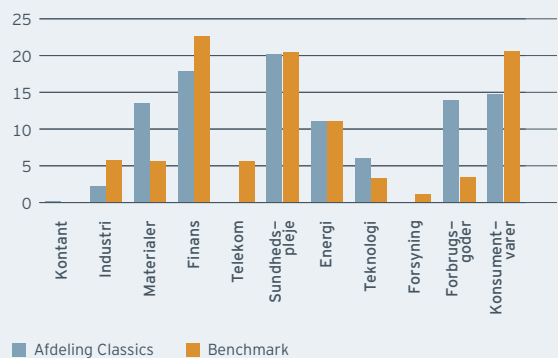
Forventninger til 2017

Udsigterne vurderes til moderat positive afkast på niveau med benchmark for de europæiske aktiemarkeder. Der forventes fortsat en positiv økonomisk udvikling og gode økonomiske nøgletal i de fleste af de store økonomier, ligesom virksomhederne generelt er i en god gænge med pæn indtjening og en sund kapitalstruktur. Svækkelsen af EUR vil også styrke udviklingen. Der er dog en række risikomomenter, som kan spille ind senere på året, herunder udsigten til renteforhøjelser, ligesom kommende valg i en række lande i 2017 kan indebære usikkerhed om det fremtidige europæiske samarbejde.

Fakta om Afdeling Classics

Børsnoteret / Stiftet	1997
Udbyttebetalende – Aktiebaseret	
Risikokategori	5
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	0,80
Active share	65,72
Tracking error	3,78
Benchmark	Stoxx 50 inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	0,74
ÅOP	2,33

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016



Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Flughafen Zuerich AG-Reg	3,9%
2	Fielmann AG	3,9%
3	Total SA	3,9%
4	Skandinaviska Enskilda Banken	3,7%
5	HSBC Holdings PLC	3,7%
6	BP PLC	3,7%
7	Danske Bank	3,7%
8	Industria de Diseno Textil	3,6%
9	Pandora	3,6%
10	StatoilHydro ASA	3,5%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Classics – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Classics

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	-7,4	17,1	9,3	10,8	3,0
Investorerne formue inkl. udlodning	168,8	226,2	132,3	129,3	30,9
Cirkulerende andele (nominel værdi)	156,5	187,3	116,4	113,3	28,6
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	107,83	120,80	113,59	114,13	107,90
Udlodning pr. andel	0,00	8,80	6,60	8,80	9,00
Årets afkast i pct.	-2,99	11,80	7,52	14,96	13,70
Sharpe Ratio	0,80	0,80	1,04	0,68	0,04
Standardafvigelse	10,56	10,88	9,47	11,10	12,80
Omkostningsprocent	1,64	1,60	1,48	1,46	1,71
Omsætningshastighed	0,53	0,31	0,58	0,46	0,76
ÅOP	2,33	2,17	2,19	2,11	2,66
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	0,27	6,74	5,98	17,09	13,41
Sharpe Ratio	0,74	0,58	0,60	0,58	-0,32
Standardafvigelse	11,62	12,81	11,49	14,26	17,81

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Udbytter		8.696	12.137
I alt renter og udbytter	1	8.696	12.137
Kapitalandele		-11.175	8.917
Handelsomkostninger	2	-917	-544
I alt kursgevinster og -tab		-12.092	8.373
I alt indtægter		-3.396	20.510
Administrationsomkostninger	3	-3.513	-2.938
Resultat før skat		-6.909	17.572
Skat	4	-484	-422
Årets nettoresultat		-7.393	17.150
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		-7.393	17.150
Formuebevægelser		727	6.485
Til disposition		-6.666	23.635
Til rådighed for udlodning	5	0	16.484
Overført til formuen		-6.666	7.151

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		1.232	1.964
I alt likvide midler		1.232	1.964
Noterede aktier fra danske selskaber		22.009	18.786
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		145.554	205.331
I alt kapitalandele	6	167.563	224.117
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		176	134
Andre tilgodehavender		472	196
Mellemværende vedr. handelsafvikling		0	610
I alt andre aktiver		648	940
Aktiver i alt	7	169.443	227.021
Passiver			
Investorerne formue	8	168.785	226.238
Skyldige omkostninger		658	783
I alt anden gæld		658	783
Passiver i alt		169.443	227.021

Afdeling Classics – Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	694	6.652
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.002	5.485
	8.696	12.137

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	1.696	1.269
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-779	-725
Handelsomkostninger ved løbende drift	917	544

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	10	33	17
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17	8
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	1.605	1	1.332	4
Gebyrer til depotselskab	215	2	209	2
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.001	0	864	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	457	0	385	0
Øvrige omkostninger	146	26	46	21
I alt opdeltede administrationsomkostninger	3.472	41	2.886	52
I alt administrationsomkostninger		3.513		2.938

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	484	422
	484	422

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	8.696	12.137
Regulering til kontantprincip (udbytter)	-297	129
Ikke refunderbare udbytteskatter	-484	-422
Kursgevinst/tab til udlodning	-7.452	1.093
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-1.190	-2.938
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	724	6.398
Udlodning overført fra sidste år	3	87
I alt til rådighed for udlodning brutto	0	16.484
Heraf foreslået udlodning	0	-16.481
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	0	-3
	0	0

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	98,7
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	1,3
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 20,2 pct. placeret i i Sundhedspleje, 17,9 pct. i den finansielle sektor, 14,8 pct. i Konsumentvarer, 13,9 pct. i Forbrugsgoder, 13,6 pct. i Industri, 11,2 pct. i Energi og 8,4 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	1.872.885	226.238	1.164.258	132.254
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-16.481		-7.684
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-3.203		1.030
Emission i året	983.452	105.573	1.294.600	156.779
Indløsning i året	-1.291.000	-136.058	-586.000	-73.446
Emissionstillæg		374		595
Indløsningsfradrag		514		285
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-779		-725
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-724		-6.398
Overført til udlodning fra sidste år		-3		-87
Overførsel af udlodning til næste år		0		3
Foreslået udlodning		0		16.481
Overført fra resultatopgørelsen		-6.666		7.151
I alt investorerens formue	1.565.337	168.785	1.872.858	226.238

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling European High Yield

Investeringsområde og -profil

Afdeling European High Yield investerer i europæiske erhvervsobligationer med en rating under investment grade på investeringstidspunktet. Afdelingen kan tillige investere i erhvervsobligationer uden rating, som vurderes at have en tilsvarende kreditværdighed. Obligationerne skal være noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked. Endvidere kan der investeres i likvide bankindsud. Afdelingens benchmark er Barclays Pan European High Yield Hedged (EUR).

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 7,5 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde 9,1 pct., og årets resultat er som sådan pænt, men ikke fuldt tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Faldende renter og faldende konkursrater i virksomhederne gennem året har været med til at understøtte afkastet, ligesom den europæiske centralbanks opkøbsprogrammer har været med til at understøtte markedet.

Markedsudvikling i 2016

Starten af 2016 var præget af betydelig usikkerhed om den økonomiske udvikling, og de lave oliepriser var med til at skabe bekymring for konkursudviklingen for udstedelser navnlig i energisektoren. Den fornyede ro på de finansielle markeder og tiltro til den økonomiske udvikling gennem året var efterfølgende med til at stabilisere markederne og sende kurserne på high yield obligationer op. Året bød dog på en række udsving i markedet, navnlig i forbindelse med den britiske Brexit-afstemning og det amerikanske præsidentvalg, som begge gav resultater, der overraskede markederne, men i begge tilfælde stabiliserede markederne sig forholdsvis hurtigt igen.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i high yield erhvervsobligationer, der har en lav rating, og derfor har afdelingen udover renterisici knyttet til obligationer tillige en forretningsmæssig risiko knyttet til de udstedende selskaber på samme måde som aktier. Risikoen følger dermed en generel markedsrisiko i takt med udviklingen i økonomien og samtidig en mere specifik risiko på den enkelte virksomheds fremtidige evne til at betale renter og indfrielser. Mange udstedelser er i EUR, hvilket begrænser valutarisikoen. Afdelingen er placeret i risikokategori 3 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

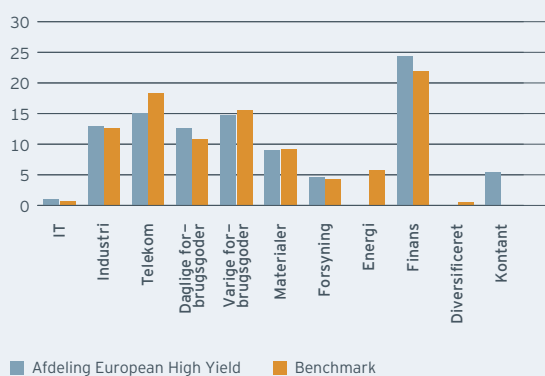
Forventninger til 2017

Renteniveauet for europæiske high yield obligationer ligger aktuelt i niveauet 3,5 pct., hvilket er lavt i historisk perspektiv, men et udtryk for det generelt lave renteniveau i Europa. I forhold til statsobligationer, som har en svagt negativ rente, er der dog et pænt rentespænd. I takt med bedringen i den generelle økonomiske udvikling er der udsigt til et pænt og positivt afkast på niveau med benchmark for aktivklassen, men det vil afhænge af evt. stigninger i renteniveauet og af, at den økonomiske udvikling fortsat understøtter de enkelte virksomheders indtjening og soliditet.

Fakta om Afdeling European High Yield

Børsnoteret / Stiftet	2002
Udbyttebetalende – Obligationsbaseret	
Risikokategori	3
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,66
Benchmark	Barclays Pan-European High Yield Index, 2,5% Is. Co.–Hedged (EUR)
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,88
ÅOP	1,56

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016



Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Royal Bank Scotland GRP	1,7%
2	Wind Acquisition Fin	1,7%
3	Lincoln Finance	1,5%
4	CNH Industrial FIN EUR S	1,3%
5	Govenor & Co Of The Bank	1,3%
6	Tesco	1,2%
7	Gestamp Fund Lux	1,2%
8	Credit Agricole	1,2%
9	BPCE SA	1,2%
10	Societe Generale	1,1%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling European High Yield – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling European High Yield

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	154,2	36,9	63,9	95,8	137,7
Investorerne formue inkl. udlodning	2.203,9	1.721,7	1.392,2	1.280,1	955,3
Cirkulerende andele (nominel værdi)	1.864,6	1.503,8	1.139,1	1.003,8	756,8
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	118,20	114,49	122,22	127,52	126,24
Udlodning pr. andel	7,60	4,60	11,10	11,40	9,50
Årets afkast i pct.	7,50	2,64	4,95	8,98	23,69
Sharpe Ratio	1,66	0,87	0,99	1,39	0,32
Standardafvigelse	5,30	7,20	8,12	10,64	15,34
Omkostningsprocent	1,28	1,29	1,29	1,30	1,33
Omsætningshastighed	0,20	0,30	1,15	0,57	0,65
ÅOP	1,56	1,58	1,58	1,60	1,64
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	9,05	1,64	5,38	9,89	26,87
Sharpe Ratio	1,88	1,01	1,13	1,56	0,44
Standardafvigelse	5,31	7,68	8,32	11,70	16,92

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Renteindtægter		123.314	98.072
I alt renter og udbytter	1	123.314	98.072
Obligationer		17.155	-18.121
Unoterede afledte finansielle instrumenter		43.265	-18.036
Valutakonti		-3.411	-3.543
Handelsomkostninger	2	-73	-95
I alt kursgevinster og -tab		56.936	-39.795
I alt indtægter		180.250	58.277
Administrationsomkostninger	3	-26.032	-21.426
Resultat før skat		154.218	36.851
Skat	4	0	0
Årets nettoresultat		154.218	36.851
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		154.218	36.851
Formuebevægelser		11.790	2.024
Til disposition		166.008	38.875
Til rådighed for udlodning	5	142.612	69.912
Overført til formuen		23.396	-31.037

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		116.463	81.500
I alt likvide midler		116.463	81.500
Noterede obligationer fra udenlandske selskaber		2.054.550	1.606.347
I alt kapitalandele	6	2.054.550	1.606.347
Unoterede afledte finansielle instrumenter		4.147	8.517
I alt afledte finansielle instrumenter	6	4.147	8.517
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		34.505	30.570
Andre tilgodehavender		25	40
Mellemværende vedr. handelsafvikling		831	0
I alt andre aktiver		35.361	30.610
Aktiver i alt	7	2.210.521	1.726.974
Passiver			
Investorerne formue	8	2.203.917	1.721.711
Unoterede afledte finansielle instrumenter		57	81
I alt afledte finansielle instrumenter	6	57	81
Skyldige omkostninger		6.547	5.182
I alt anden gæld		6.547	5.182
Passiver i alt		2.210.521	1.726.974

Afdeling European High Yield – Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Indestående i depotselskab	-192	0
Noterede obligationer fra udenlandske selskaber	123.506	98.072
	123.314	98.072

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	74	101
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-1	-6
Handelsomkostninger ved løbende drift	73	95

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	128	33	127
Revisionshonorar til revisorer	15	14	17	58
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	2
Markedsføringsomkostninger	10.158	12	8.200	37
Gebyrer til depotselskab	979	22	805	23
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	12.646	0	10.321	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	1.750	0	1.559	0
Øvrige omkostninger	47	228	45	199
I alt opdeltede administrationsomkostninger	25.628	404	20.980	446
I alt administrationsomkostninger		26.032		21.426

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	0	0
	0	0

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	123.314	98.072
Kursgevinst/tab til udlodning	33.540	-8.758
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-26.032	-21.426
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	11.052	1.521
Udlodning overført fra sidste år	738	503
I alt til rådighed for udlodning brutto	142.612	69.912
Heraf foreslået udlodning	-141.710	-69.174
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-902	-738
	0	0

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Afledte finansielle instrumenter vedrørende valutaterminforretninger indgået med Lån & Spar Bank A/S til delvis afdækning / afdækning af valutarisiko på GBP/CHF.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,9	93,0
Øvrige finansielle instrumenter	7,1	7,0
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 29,1 pct. placeret i Forbrugsgoder, 25,8 pct. i den finansielle sektor, 15,9 pct. i Kommunikation, 13,7 pct. i Industri, 9,5 pct. i Materialer og 6,0 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorernes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	15.037.809	1.721.711	11.391.271	1.392.197
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-69.174		-126.443
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-9.130		-17.657
Emission i året	3.800.268	427.915	4.181.538	496.448
Indløsning i året	-192.000	-22.313	-535.000	-61.274
Emissionstillæg		607		1.349
Indløsningsfradrag		84		246
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-1		-6
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-11.052		-1.521
Overført til udlodning fra sidste år		-738		-503
Overførsel af udlodning til næste år		902		738
Foreslået udlodning		141.710		69.174
Overført fra resultatopgørelsen		23.396		-31.037
I alt investorernes formue	18.646.077	2.203.917	15.037.809	1.721.711

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling US High Yield

Investeringsområde og -profil

Afdeling US High Yield investerer i amerikanske erhvervsobligationer med en rating under investment grade på investeringstidspunktet. Afdelingen kan tillige investere i erhvervsobligationer uden rating, som vurderes at have en tilsvarende kreditværdighed. Obligationerne skal være noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked. Valutarisikoen afdækkes, og der kan investeres i bankindsud. Afdelingens benchmark er Merrill Lynch US High Yield Constrained Index.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 6,7 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde 17,5 pct., og årets resultat er som sådan ikke tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Afdelingen afdækker risikoen på USD, og omkostningerne hertil kan forklare ca. 2 pct.-point af forskellen mellem afkast og benchmark. Resten af forskellen kan henføres til sektorfordelingen i porteføljen, som har undervægtet energiselskaber, hvis udsigter har rettet sig i takt med stabiliseringen af oliepriserne. Endelig har faldende konkursrater i virksomhederne i takt med bedringen af den amerikanske økonomi gennem året været med til at understøtte afkastet.

Markedsudvikling i 2016

Starten af 2016 var præget af betydelig usikkerhed om den økonomiske udvikling, og de lave oliepriser var med til at skabe bekymring for konkursudviklingen for udstedelser navnlig i energisektoren. Den fornyede ro på de finansielle markeder og tiltro til den økonomiske udvikling gennem året var efterfølgende med til at stabilisere markederne og sende kurserne på high yield obligationer op. Også stabiliseringen af oliepriserne i takt med de forbedrede økonomiske udsigter har styrket ikke mindst de mange udstedelser i energisektoren.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i high yield erhvervsobligationer, der har en lav rating, og derfor har afdelingen udover renterisici knyttet til obligationerne tillige en forretningsmæssig risiko knyttet til de udstedende selskaber på samme måde som aktier. Risikoen følger dermed en generel markedsrisiko i takt med udviklingen i økonomien og samtidig en mere specifik risiko på den enkelte virksomhed. Udstedelserne er i USD, og risikoen på valutaudsving afdækkes gennem valutaterminforretninger. Afdelingen er placeret i risikokategori 3 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

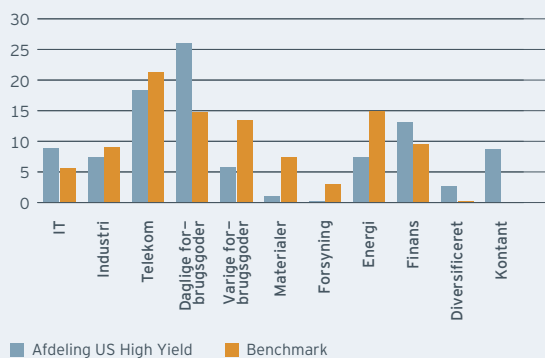
Forventninger til 2017

Renteniveauet for amerikanske high yield obligationer ligger aktuelt i niveauet 5-6 pct., og stigningen i det amerikanske renteniveau har hidtil været opfanget af et fald i konkursrisikoen i virksomhederne i takt med styrkelsen af økonomien. Den tendens forventes at fortsætte i 2017, og der forventes et fortsat pænt og positivt afkast på niveau med benchmark for aktivklassen. Det hører dog med, at der er en større usikkerhed end hidtil, knyttet til den nye amerikanske regerings økonomiske politik og dens indvirkning på renteniveauet og virksomhedernes økonomi.

Fakta om Afdeling US High Yield

Børsnoteret / Stiftet	2006
Udbyttebetalende – Obligationsbaseret	
Risikokategori	3
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,46
Benchmark	Merrill Lynch US High Yield Master II Constrained Index
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,35
ÅOP	0,93

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016



Porteføljens 10 største positioner: *)

1	HRG Group	2,2%
2	Alliance Data Systems Co	2,2%
3	Emdeon	2,0%
4	Select Medical	1,6%
5	Wayne Merger Sub	1,5%
6	RHP Hotel PPTY/RHP Finans	1,5%
7	Ensembles Merger SUB in	1,5%
8	Commscope Tech Finance	1,5%
9	Molina Healthcare	1,5%
10	Post Holdings	1,4%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling US High Yield – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling US High Yield

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	33,0	0,9	98,2	143,6	242,7
Investorerne formue inkl. udlodning	667,1	184,2	202,9	2.108,2	1.913,0
Cirkulerende andele (nominel værdi)	573,8	166,1	183,4	1.833,9	1.601,2
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	116,26	110,92	110,65	114,96	119.474,96
Udlodning pr. andel	3,20	2,00	0,00	7,10	13.006,00
Årets afkast i pct.	6,70	0,24	2,39	7,45	13,93
Sharpe Ratio	1,46	0,92	1,23	1,91	0,33
Standardafvigelse	3,97	5,21	5,55	6,88	12,30
Omkostningsprocent	0,80	0,89	0,79	0,77	0,78
Omsætningshastighed	0,94	1,30	1,25	0,93	1,06
ÅOP	1,01	1,19	0,98	0,95	0,95
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	17,49	-4,61	2,51	7,41	15,55
Sharpe Ratio	1,35	0,82	1,34	1,91	0,55
Standardafvigelse	5,45	6,16	6,22	9,09	13,95

Bemærk: Frem til november 2013 var foreningsandelene udstedt i nominelt kr. 100.000, hvorefter stykstørrelsen blev ændret til nominelt 100.

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Renteindtægter		32.017	11.359
I alt renter og udbytter	1	32.017	11.359
Obligationer		49.907	16.119
Unoterede afledte finansielle instrumenter		-31.349	-23.307
Valukakonti		-12.329	-1.235
Handelsomkostninger	2	-347	-249
I alt kursgevinster og -tab		5.882	-8.672
I alt indtægter		37.899	2.687
Administrationsomkostninger	3	-4.873	-1.737
Resultat før skat		33.026	950
Skat	4	0	0
Årets nettoresultat		33.026	950
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		33.026	950
Formuebevægelser		16.008	-2.592
Til disposition		49.034	-1.642
Til rådighed for udlodning	5	18.422	3.452
Overført til formuen		30.612	-5.094

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		49.712	18.684
I alt likvide midler		49.712	18.684
Noterede obligationer fra udenlandske selskaber		600.488	164.806
I alt kapitalandele	6	600.488	164.806
Unoterede afledte finansielle instrumenter		9.035	0
I alt afledte finansielle instrumenter	6	9.035	0
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		9.034	2.564
Andre tilgodehavender		30	0
I alt andre aktiver		9.064	2.564
Aktiver i alt	7	668.299	186.054
Passiver			
Investorerne formue	8	667.095	184.212
Unoterede afledte finansielle instrumenter		0	1.463
I alt afledte finansielle instrumenter	6	0	1.463
Skyldige omkostninger		1.204	379
I alt anden gæld		1.204	379
Passiver i alt		668.299	186.054

Afdeling US High Yield – Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske selskaber	32.017	11.359
	32.017	11.359

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	382	267
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-35	-18
Handelsomkostninger ved løbende drift	347	249

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	39	33	13
Revisionshonorar til revisorer	15	5	17	6
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	8	0	5
Gebyrer til depotselskab	342	7	113	3
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.691	0	1.202	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	623	0	272	0
Øvrige omkostninger	47	63	47	26
I alt opdeltte administrationsomkostninger	4.751	122	1.684	53
I alt administrationsomkostninger		4.873		1.737

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	0	0
	0	0

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	32.017	11.359
Kursgevinst/tab til udlodning	-24.730	-3.578
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-4.873	-1.737
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	15.878	546
Udlodning overført fra sidste år	130	-3.138
I alt til rådighed for udlodning brutto	18.422	3.452
Heraf foreslået udlodning	-18.361	-3.322
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-61	-130
	0	0

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Afledte finansielle instrumenter vedrørende valutaterminforretninger indgået med Lån & Spar Bank A/S til delvis afdækning / afdækning af valutarisiko på USD.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,9	88,6
Øvrige finansielle instrumenter	10,1	11,4
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 34,9 pct. placeret i Forbrugsgoder, 20,2 pct. i Kommunikation, 14,4 pct. i den finansielle sektor, 9,7 pct. i Teknologi, 8,2 pct. i Energi, 8,1 pct. i Industri og 4,5 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorernes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	1.660.765	184.212	1.833.765	202.911
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-3.322		0
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-8.017		0
Emission i året	5.674.328	639.106	90.000	10.134
Indløsning i året	-1.597.333	-181.933	-263.000	-29.964
Emissionstillæg		3.194		49
Indløsningsfradrag		864		150
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-35		-18
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-15.878		-546
Overført til udlodning fra sidste år		-130		3.138
Overførsel af udlodning til næste år		61		130
Foreslået udlodning		18.361		3.322
Overført fra resultatopgørelsen		30.612		-5.094
I alt investorernes formue	5.737.760	667.095	1.660.765	184.212

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Emerging Markets Debt

Investeringsområde og -profil

Afdeling Emerging Markets Debt investerer i obligationer udstedt i USD og hjemhørende i udviklingslande, primært i områderne Latin- og Mellemamerika, Øst- og Centraleuropa, Asien, Afrika og Mellemøsten. Investering kan ske i erhvervsobligationer, statsobligationer eller obligationer, udstedt af regioner eller af supranationale organer. Valutarisikoen afdækkes, og der kan investeres i bankindsud. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer. Afdelingens benchmark er BoA ML US Emerging Markets Liquid Corporate Plus Index.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 5,6 pct. Afkastet af afdelingens benchmark udgjorde 10,2 pct., og årets resultat er som sådan ikke tilfredsstillende, set i forhold til forventningerne. Afdelingen afdækker risikoen på USD, og omkostningerne hertil kan forklare ca. 2 pct.-point af forskellen mellem afkast og benchmark. Resten af forskellen har forklare af porteføljens sektor- og landefordeling. Det pæne afkast af aktivklassen er en følge af, at rentespændet til emerging markets udstedelserne gennem året er reduceret som følge af den økonomiske udvikling samt stabiliseringen af energi- og råvarepriserne, som mange af landene er stærkt afhængige af.

Markedsudvikling i 2016

Starten af året var præget af en negativ stemning i emerging markets landene, og både politisk uro i mange lande og økonomisk usikkerhed var med til at presse kurserne ned. I takt med at de økonomiske udsigter blev bedre gennem året, mindskedes bekymringen i markedet, og kursstigninger gjorde sig gældende i langt de fleste sektorer og regioner. Emerging markets landene følger i høj grad valutakursudviklingen og renteniveaet i USA, og da råvarer som hovedregel afregnes i USD, har USD-stigningen betydet større indtægter for landene.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i obligationer udstedt i udviklingslande, og risiciene er derfor knyttet til den økonomiske udvikling i såvel den samlede verdensøkonomi som økonomien i de enkelte lande. Hertil kommer for erhvervsobligationernes vedkommende en risiko på den enkelte virksomhed. Udstedelserne sker i USD, men risikoen afdækkes her gennem valutaterminforretninger. Det er en historisk erfaring, at risikoen på investeringer i udviklingslande anses for generelt at være større end i den industrialiserede verden. Afdelingen er placeret i risikokategori 4 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

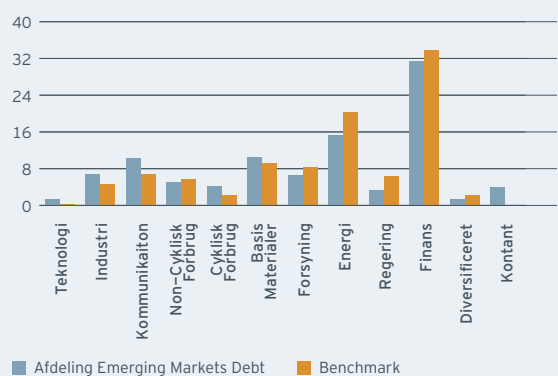
Forventninger til 2017

Udsigterne for emerging markets landene vurderes til positive afkast på niveau med benchmark i takt med de bedre udsigter for verdensøkonomien og den fortsatte stabilisering af energi- og råvarepriserne. En risikofaktor vil dog være forventningerne til den nye amerikanske regerings håndtering af handelspolitikken, hvor en mere protektionistisk linie vil være til skade for de fleste emerging markets lande. Det styrker dog disse markeder, at værdiansættelsen er ganske forsigtig og dermed attraktiv for investorerne.

Fakta om Afdeling Emerging Markets Debt

Børsnoteret / Stiftet	2010
Udbyttebetalende – Obligationsbaseret	
Risikokategori	4
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	0,27
Benchmark	The BofA Merrill Lynch US Emerging Markets Liquid Corporate Plus Index
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,09
ÅOP	1,81

Porteføljens sammensætning ultimo december 2016

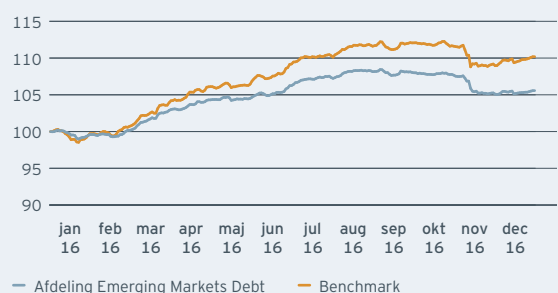


Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Gazprom OAO Via Gaz Capital	2,0%
2	Jafz Sukuk 2019	1,9%
3	Petroleos Mexicanos	1,8%
4	SMC Global Power Holdings	1,7%
5	Bank of East Asia	1,6%
6	Digicel Limited	1,5%
7	Future Land Development	1,5%
8	Grupo Bimbo Sab de CV	1,4%
9	HT Global IT Solutions	1,4%
10	GTLK Europe	1,4%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2016

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Emerging Markets Debt – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Emerging Markets Debt

	2016	2015	2014	2013	2012
Hovedtal i mio. kr.					
Årets nettoresultat	10,8	-10,0	-17,6	-18,0	35,1
Investorerne formue inkl. udlodning	218,9	196,4	494,3	504,9	341,2
Cirkulerende andele (nominel værdi)	225,2	213,4	519,1	480,7	297,8
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	97,22	92,06	95,22	105,03	114,58
Udlodning pr. andel	0,00	0,00	0,00	7,20	5,50
Årets afkast i pct.	5,61	-3,33	-2,81	-3,71	14,19
Sharpe Ratio (3 år)	0,27	0,07	0,29	0,40	-
Standardafvigelse (3 år)	6,02	6,86	6,50	7,10	-
Omkostningsprocent	1,47	1,58	1,48	1,49	1,53
Omsætningshastighed	0,81	0,67	0,36	0,35	0,19
ÅOP	1,81	1,92	1,81	1,82	1,85
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	10,19	1,01	3,58	-1,25	15,22
Sharpe Ratio (3 år)	1,09	0,81	1,08	0,72	-
Standardafvigelse (3 år)	4,98	5,60	4,95	6,39	-

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Renteindtæger		12.308	14.702
I alt renter og udbytter	1	12.308	14.702
Obligationer		17.477	25.858
Unoterede afledte finansielle instrumenter		-11.555	-43.363
Valutakonti		-3.802	-3.035
Handelsomkostninger	2	-111	-75
I alt kursgevinster og -tab		2.009	-20.615
I alt indtægter		14.317	-5.913
Administrationsomkostninger	3	-3.545	-4.116
Resultat før skat		10.772	-10.029
Skat	4	0	0
Årets nettoresultat		10.772	-10.029
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		10.772	-10.029
Formuebevægelser		-18.909	-9.077
Til disposition		-8.137	-19.106
Til rådighed for udlodning	5	-6.825	-19.900
Overført til formuen		-1.312	794

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2015
Aktiver			
Indestående i depotselskab		5.607	6.779
I alt likvide midler		5.607	6.779
Noterede obligationer fra udenlandske selskaber		208.344	189.640
I alt kapitalandele	6	208.344	189.640
Unoterede afledte finansielle instrumenter		2.972	0
I alt afledte finansielle instrumenter	6	2.972	0
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		2.854	2.343
Andre tilgodehavender		11	4
I alt andre aktiver		2.865	2.347
Aktiver i alt	7	219.788	198.766
Passiver			
Investorerne formue	8	218.947	196.449
Unoterede afledte finansielle instrumenter		0	1.591
I alt afledte finansielle instrumenter	6	0	1.591
Skyldige omkostninger		841	726
I alt anden gæld		841	726
Passiver i alt		219.788	198.766

Afdeling Emerging Markets Debt – Noter til årsregnskabet

Note 1 Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske selskaber	12.308	14.702
	12.308	14.702

Note 2 Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	126	147
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-15	-72
Handelsomkostninger ved løbende drift	111	75

Note 3 Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2015	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelse m.v.	33	13	33	14
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17	7
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	1.177	1	1.260	7
Gebyrer til depotselskab	166	3	193	3
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.715	0	2.037	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	348	0	399	0
Øvrige omkostninger	47	25	106	40
I alt opdeltte administrationsomkostninger	3.501	44	4.045	71
I alt administrationsomkostninger		3.545		4.116

Note 4 Skat

(1.000 kr.)	2016	2015
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	0	0
	0	0

Note 5 Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2015
Renter og udbytter	12.308	14.702
Kursgevinst/tab til udlodning	-224	-25.525
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	0	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	991	35.588
Udlodning overført fra sidste år	-19.900	-44.665
I alt til rådighed for udlodning brutto	-6.825	-19.900
Heraf foreslået udlodning	0	0
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	6.825	19.900
	0	0

Det negative udlodningsbeløb fremføres til modregning i efterfølgende års udlodninger.

Note 6 Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Afledte finansielle instrumenter vedrørende valutaterminforretninger indgået med Lån & Spar Bank A/S til delvis afdækning / afdækning af valutarisiko på USD.

Note 7 Aktiver

(pct.)	2016	2015
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,8	95,4
Øvrige finansielle instrumenter	5,2	4,6
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 32,6 pct. placeret i den finansielle sektor, 15,8 pct. i Energi, 10,9 pct. i Materialer, 10,7 pct. i Kommunikation, 9,7 pct. i Forbrugsgoder, 7,1 pct. i Industri, 6,8 pct. i Forsyning og 6,4 pct. i andre sektorer.

Note 8 Investorernes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2015 (stk.)	Formue-værdi 2015 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	2.134.000	196.449	5.191.000	494.307
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		0		0
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		0		0
Emission i året	769.000	74.073	243.000	23.341
Indløsning i året	-651.000	-63.022	-3.300.000	-312.777
Emissionstillæg		371		110
Indløsningsfradrag		319		1.569
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-15		-72
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-991		-35.588
Overført til udlodning fra sidste år		19.900		44.665
Overførsel af udlodning til næste år		-6.825		-19.900
Foreslået udlodning		0		0
Overført fra resultatopgørelsen		-1.312		794
I alt investorernes formue	2.252.000	218.947	2.134.000	196.449

Note 9 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Fællesnote

Ledelsen

Bestyrelsesformand

Lisa Herold Ferbing, Ledelsesrådgiver, Cand.jur., Executive Coach

Ansættelsessted: Selvstændig

Formand: Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest

Bestyrelsesmedlem: Hofor A/S, Hofor Forsyning Holding P/S, Hofor Forsyning Komplementar A/S, Hofor Holding A/S og Invest Administration A/S

Øvrige hverv: Formand for repræsentantskabet i Lån & Spar Bank, forbundsformand for DJØF samt bestyrelsesmedlem for Akademikerne

Direktionsposter: Casa Monte Verde ApS

Næstformand

Kjeld Iversen, Direktør

Ansættelsessted: Kjeld Iversen ApS

Formand: R. Riisfort A/S, Stibo A/S, Stibo Ejendomme A/S og Stibo Holding A/S

Bestyrelsesmedlem: Investeringsforeningen Lån & Spar Invest, Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest, Unik Gruppen A/S, Unik IT A/S, Unik Pine Tree A/S og Unik System Design A/S

Bestyrelsesmedlemmer

Niels Mazanti, Finansdirektør

Ansættelsessted: C.L. Davids Fond og Samling

Næstformand: Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest

Bestyrelsesmedlem: CTKM 185 ApS, Davista K/S, Davista Komplementarselskab A/S, Dressgoods A/S, Sportgoodsfonden, Sportgoods Holding A/S og Terrano A/S

Direktionsposter: CTKM 185 ApS og C.L. Davids Fond og Samling

Jes Damsted, Management konsulent, Cand.merc.jur.

Ansættelsessted: Selvstændig

Formand: FF Forsikring A/S, Investeringsforeningen Carnegie Wealth Management og Realråd ApS

Bestyrelsesmedlem: Barfoed Group P/S, Investeringsforeningen Lån & Spar Invest, Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest og Pensam A/S

Øvrige hverv: Formand for København Nord (EUD, EUX, HHX og STX) og bestyrelsesmedlem i Cphbusiness (Copenhagen Business Academy)

Direktion

Niels Erik Eberhard, Direktør

Ansættelsessted: Invest Administration A/S

Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere

Foreningen har indgået en række aftaler med samarbejdspartnere. Aftalerne er nærmere beskrevet i foreningens prospekt og gennemgås årligt af bestyrelsen og genforhandles i overensstemmelse hermed.

Aftale om depotbankfunktion

Aftalen er indgået med Lån & Spar Bank A/S om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvider samt om tilhørende kontrolgaver hertil.

Aftale om administration

Aftalen er indgået med Invest Administration A/S, der er et datterselskab af Lån & Spar Bank A/S, om foreningens drift og daglige ledelse.

Aftaler om markedsføring og formidling

Aftalen er indgået med Lån & Spar Bank A/S om markedsføring af foreningens beviser samt tilhørende rådgivning af foreningens investorer.

Aftale om investeringsrådgivning

Aftalen er indgået med Gudme Raaschou Asset Management, der er en del af Lån & Spar Bank A/S, om investeringsrådgivning og styring af foreningens værdipapirer, etc.

Aftale om prisstillelse i markedet

Aftalen er indgået med Lån & Spar Bank A/S om daglig prisstillelse af foreningens beviser i markedet samt på Nasdaq Copenhagen A/S.

Aftale om ejerbog

Aftalen er indgået med Computershare A/S om føring af foreningens fortegnelse over dens navnenoterede investorer.

Bestyrelseshonorar

Det samlede vederlag til bestyrelsen for regnskabsåret 2016 udgør t.kr. 520. I 2015 udgjorde beløbet t.kr. 520.

Der er ikke indgået incitamentsprogrammer, og der udbetales ikke særskilt vederlag til direktionen, da dette er indeholdt i vederlaget til investeringsforvaltningsselskabet.

Revisionshonorar

(1.000 kr.)	2016	2015
Honorar til den valgte revisor fordeler sig således:		
Lovpligtig revision	148	256
Andre erklæringsopgaver	0	0
Skatterådgivning	0	7
Andre ydelser end revision	0	0
	148	263

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Gudme Raaschou aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Der er ikke foretaget ændringer i den anvendte regnskabspraksis i forhold til årsrapporten 2015.

Beløb i fremmed valuta

Indtægter og udgifter i udenlandsk valuta indgår i resultatopgørelsen omregnet til danske kroner ved anvendelse af transaktionsdagens valutakurs. Mellemværende i fremmed valuta omregnes til danske kroner på grundlag af GMT1600-kurser ultimo regnskabsåret. Unoterede valutakurser er fastlagt på baggrund af handelskurserne ultimo regnskabsåret.

Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter realiserede og periodiserede renter af obligationer. Renteindtægter på kontant indestående hos depotselskabet m.v. omfatter indtjente og periodiserede renter. Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente danske aktieudbytter samt udenlandske aktieudbytter.

I det regnskabsmæssige resultat indgår realiserede og urealiserede kursgevinster/-tab. Realiserede kursgevinster/-tab beregnes på grundlag af forskellen mellem salgsværdien og kursværdien primo året, henholdsvis købsprisen i året, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster/tab beregnes som forskellen mellem kursværdien ultimo året og primo året eller købsprisen i året, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret.

I opgørelsen af udlodningen er kursgevinster og kurstab til rådighed for udlodning baseret på de realiserede skattepligtige gevinster, som beregnes i forhold til anskaffelsværdien. Eventuelle fremførbare tab er fratrukket. I udlodningen, der opfylder ligningslovens § 16C, indgår tillige renter og udbytter med fradrag af administrationsomkostninger.

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne under hensyntagen til afdelingernes formue ultimo hver måned, jf. vedtægternes § 24.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med en afdelings handler udført i forbindelse med værdipapirplejen i afdelingen. Handelsudgifter i forbindelse med emissioner og indløsninger i en afdeling føres direkte på formuen.

I formuebevægelserne for de udloddende afdelinger er indeholdt udlokningsregulering, således at de udlokningspligtige beløb er korrigeret efter udviklingen i den cirkulerende mængde af investeringsbeviser.

Balancen

Finansielle instrumenter indregnes og måles til dagsværdi. Ved finansielle instrumenter forstås værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, andele udstedt af andre foreninger, afledte finansielle instrumenter samt likvide midler, herunder valuta. For likvide beholdninger svarer dagsværdien normalt til den nominelle værdi.

Børsnoterede værdipapirer, f.eks. aktier og obligationer, er indregnet til dagsværdi, der opgøres ud fra lukkekurs ultimo regnskabsåret (sidste børsdag i året), idet udtrukne obligationer optages til nutidsværdi, der typisk svarer til den nominelle værdi. Udenlandske værdipapirer er omregnet efter valutakurs ultimo regnskabsåret.

Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen.

Fusioner

Ved fusion indregnes de overtagne aktiver m.v. i den fortsættende afdelings resultatopgørelse og balance fra tidspunktet for fusionens retsvirkning.

Nøgletal

Cirkulerende andele: Den nominelle kapital af den pågældende afdelings udestående antal andele ultimo året.

Indre værdi pr. andel: Indre værdi pr. andel beregnes som investorernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo året.

Udlodning pr. andel: Det udbytte, der udbetales efter generalforsamlingen pr. andel. Udbyttet udgør mindst et beløb beregnet efter skateloavgivningens regler om minimumsudlodning som renter, udbytter samt realiserede, men ikke urealiserede kursgevinster og -tab. Udbyttet er skattepligtigt for investor.

Årets afkast i procent: Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo året med korrektion for eventuel udlodning til investorerne i året.

Sharpe ratio: Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast eller benchmarkafkastet set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Standardafvigelse: Standardafvigelsen er et udtryk for udsving i afdelingens afkast eller benchmarkafkastet, og er et statistisk risikomål. Nøgletallet er beregnet på basis af månedlige afkasttal. Standardafvigelse opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Active share: Et mål for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med benchmark. Dette nøgletal vises for aktieafdelinger og er et øjebliksbillede på statusdagen.

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

Omkostningsprocent: Omkostningsprocenter beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for året divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i året.

Omsætningshastighed: Omsætningshastigheden viser antal gange en afdelings beholdning af finansielle instrumenter er omsat ved porteføljepleje i løbet af året. Det beregnes som halvdelen af summen af det samlede køb og salg af værdipapirer fratrukket den del af omsætningen, der skyldes emissioner og indløsninger i afdelingen.

ÅOP: ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent) er opgjort som summen af afdelingens omkostningsprocent (administrationsomkostninger i regnskabsåret i procent), direkte handelsomkostninger ved løbende drift i regnskabsåret i procent, samt (aktuelle maksimale emissionstillæg i procent og maksimale indløsningsfradrag i procent)/7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont.

Benchmarkafkast i procent: Benchmarkafkastet beregnes som ændringen opjort i danske kroner i det valgte markedsindeks for den pågældende afdeling i året og inkluderer ikke de ved porteføljepleje forbundne handelsomkostninger m.v.



Investeringsforeningen
Gudme Raaschou
Badstuestræde 20
1209 København K
www.gudme-invest.dk