

Årsrapport 2015

Investeringsforeningen SEBinvest

CVR nr. 21 00 49 79



Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger	1
Ledelsesberetning	2
Bestyrelsens tillidshverv	14
Ledelsespåtegning	15
Den uafhængige revisors erklæringer	16
Generel læsevejledning	17

Afdelingsberetninger og afdelingsregnskaber

Danske Aktier	18
Danske Aktier Akkumulerende	22
Nordiske Aktier	26
Europa Højt Udbytte	30
Europa Indeks	34
Europa Small Cap	38
Nordamerika Indeks	42
Japan Hybrid	46
Emerging Market Equities (Mondrian)	50
Pengemarked	55
Mellemlange Obligationer	59
Lange Obligationer	63
Kreditobligationer (Euro)	67
US High Yield Bonds (Columbia)	71
High Yield Bonds (Muzinich)	75
US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)	79
Emerging Market Bond Index	83
Investeringspleje Kort	88
Investeringspleje Mellemlang	92
Investeringspleje Lang	96

Fælles Noter

Anvendt regnskabspraksis	101
Væsentlige aftaler	104
Omkostningssatser	105

Ordinær generalforsamling afholdes i SEB Huset, Bernstorffsgade 50, 1577 København V:

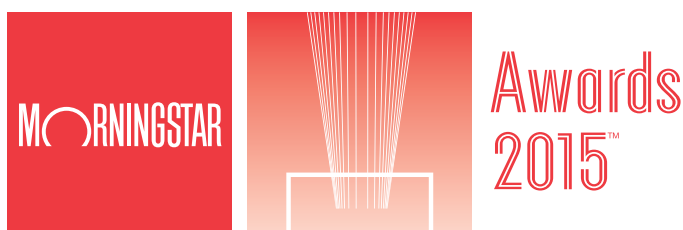
Torsdag den 7. april 2016

For yderligere information kontakt venligst:

Jens Lohfert Jørgensen
Administrerende direktør
jens.lohfert@seb.dk

Jørgen Jepsen
Regnskabschef
jorgen.jepsen@seb.dk

Vinder af Morningstar Awards 2015 Bedste Europæiske Aktieafdeling:
SEBinvest Europa Højt Udbytte



**Investeringsforeningens årsrapport er
tillige tilgængelig på seb.dk/sebinvest**

Yderligere eksemplarer af årsrapporten kan downloades fra seb.dk/sebinvest og kan endvidere rekvireres ved henvendelse til Foreningen på tlf. 33 28 14 28 eller på e-mail: ifssebinvest@seb.dk. De enkelte afdelingers beholdningsoversigter for 2015 hhv. tidligere år kan downloades via internet og kan endvidere rekvireres ved henvendelse til Foreningen. Se under afdelingernes noter for stien til download af beholdningsopgørelserne for 2015.

Foreningsoplysninger

Foreningen

Investeringsforeningen SEBinvest (herefter kaldet 'Foreningen')
Bernstorffsgade 50
1577 København V
CVR nr. 21 00 49 79
Reg. nr. FT 11.107
Hjemstedskommune: København

Bestyrelse

Carsten Wiggers
Morten Amtrup
Britta Fladeland Iversen
Bjarne Thorup

Forvaltningsselskab

Investeringsforvaltningsselskabet
SEBinvest A/S (herefter kaldet 'IFS SEBinvest A/S')
Bernstorffsgade 50
1577 København V
Telefon: 33 28 14 28
CVR nr. 20 86 22 38
Reg. nr. FT 17.107
Direktion: Jens Lohfert Jørgensen

Foreningen ejer 87,1 pct. af aktierne i IFS SEBinvest A/S, der pr. 31.12.2015 havde en egenkapital på 18.834 tkr.

Revision

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
Strandvejen 44
2900 Hellerup

Depotselskab

Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ.), Sverige (herefter forkortet 'SEB DK')
Bernstorffsgade 50
1577 København V
CVR nr. 19 95 60 75

Investeringsrådgiver

Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ.), Sverige
Bernstorffsgade 50
1577 København V
CVR nr. 19 95 60 75

Tabel 1 - Afdelingerne i Investeringsforeningen SEBinvest

Afdelingsnavn	SE nr.	Stiftelsesdato
Danske Aktier	11 80 77 12	8. oktober 1999
Danske Aktier Akkumulerende	29 76 33 72	18. oktober 2006
Nordiske Aktier	31 01 95 91	1. februar 2008
Europa Højt Udbytte	21 31 70 04	1. juli 1998
Europa Indeks	33 47 40 08	1. marts 1999
Europa Small Cap	33 47 40 16	1. marts 1999
Nordamerika Indeks	33 47 40 40	26. juni 2000
Japan Hybrid	33 47 40 24	20. april 1999
Emerging Market Equities (Mondrian)	33 47 40 32	26. juni 2000
Pengemarked	30 11 15 08	8. oktober 2007
Mellemlange Obligationer	21 31 68 49	9. november 1998
Lange Obligationer	29 38 29 48	3. juli 2006
Kreditobligationer (Euro)	31 04 76 09	14. maj 2008
US High Yield Bonds (Columbia)	33 47 40 91	23. november 2006
High Yield Bonds (Muzinich)	33 47 40 75	22. januar 2002
US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)	34 18 74 95	15. december 2014
Emerging Market Bond Index	33 47 40 59	11. november 1999
Investeringspleje Kort	11 88 34 19	1. november 2000
Investeringspleje Mellemlang	11 88 33 62	1. november 2000
Investeringspleje Lang	11 88 34 27	1. november 2000

SEBinvest – Kort fortalt

Investeringsforeningen SEBinvest ("Foreningen") er en dansk baseret investeringsforening, der primært henvender sig til offentligheden. De typiske medlemmer vil være private investorer og mindre institutionelle investorer som f.eks. kommuner, fonde og virksomheder. Foreningen har været aktiv siden 1998. Foreningens juridiske grundlag er det fælleseuropæiske UCITS regelsæt, der bl.a. sikrer investorerne, at de udbudte investeringsprodukter (afdelingerne) er gennemsikkelige og sammenlignelige på tværs af landegrænser og udbydere. UCITS regelsættet sikrer først og fremmest investorerne, at der sker en passende risikospredning, når de investerer deres penge i afdelingerne.

Foreningen består ultimo 2015 af i alt 20 afdelinger fordelt på følgende kategorier:

- 3 afdelinger med danske eller nordiske aktier
- 3 afdelinger med europæiske aktier – heraf én passivt styret afdeling
- 3 afdelinger med andre internationale aktier – heraf én passivt styret afdeling
- 2 afdelinger med danske obligationer
- 5 afdelinger med internationale kreditobligationer – heraf én passivt styret afdeling
- 3 afdelinger med både obligationer og aktier
- 1 afdeling med indskud på det danske pengemarked

Foreningen ejes af medlemmerne, dvs. de investorer, der ejer afdelingernes beviser. Foreningen havde 14.019 navnenoterede medlemmer pr. ultimo 2015.

Foreningen har ingen ansatte, men har i stedet indgået en administrationsaftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, som står for den daglige drift af Foreningen. Foreningens afdelinger ejer i alt 87,1 % af aktierne i Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest. Foreningen samarbejder med SEB-koncernen på en række områder, jf. afsnittet om indgåede aftaler.

Foreningen ledes af en bestyrelse samt af direktionen for Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Information om Foreningens afdelinger er tilgængelig på hjemmesiden seb.dk/sebinvest. På hjemmesiden findes bl.a. oplysninger om aktuelle købs- og salgspriser på investeringsbeviserne, afkast over forskellige tidsperioder, og giver en kort beskrivelse af de enkelte afdelinger. Desuden er der adgang til en række analyseværktøjer fra Morningstar på hjemmesiden. Endeligt offentliggøres også Foreningens vedtægter, prospekter, Central Investorinformation, dokumenter om ansvarlige investeringer, års- og halvårsrapporter og kvartalsorientering på hjemmesiden sammen med en række andre relevante oplysninger om Foreningen og Foreningens afdelinger.

Markedsforholdene 2015

De finansielle markeder var i 2015 mere turbulente end normalt, og investorerne måtte leve med store udsving i kurserne henover

året. Men selv om store dele af de globale aktiemarkeder intet kastede af sig eller ligefrem faldt, så havde danske aktieinvestorer et fint år. Det skyldes dels, at de nære markeder i Danmark og Europa klarede sig bedre end de oversøiske markeder, men også at den betydelige svækkelse af den danske krone over for især amerikanske dollar betød højere afkast i fjernere markeder målt i kroner.

Allerede fra årets start blev der sat gang i begivenhederne, da den europæiske centralbank, ECB, brød et gammelt tabu og fulgte de andre store centralbankers opkøb af statsobligationer for at understøtte opsvinget. Det gav et massivt løft til aktiemarkederne, der steg kraftigt i årets 3 første måneder, samtidig med at renterne faldt. Men resten af året skulle byde på andre udfordringer.

Pludselige, kraftige stigninger i 10-årige renter førte til usikkerhed i markederne og stoppede aktieopturen, mens en hård vinter i USA gav dårlige nøgletal og skabte tvivl om opsvingets styrke i USA. I baggrunden blev der pustet nyt liv i den græske krise, da det viste sig vanskeligt for venstrefløjsspartiet, Syriza, at reagere i henhold til valglofterne og samtidig forblive på god fod med det europæiske etablisement, som er så essentielt for støtten til landets svage økonomi.

Der var altså nok at bekymre sig om, og netop som frygten for Grækenland efter stor dramatik blev dæmpet sidst på sommeren, så faldt markedet kraftigt i august pga. tiltagende bekymring for Kina og emerging markets landene. Bekymringen for Kina blev tydeliggjort af devalueringer af den kinesiske valuta, mens emerging markets blev ramt af usikkerhed som følge af store fald i råvarepriser og den amerikanske centralbanks antrit til renteforhøjelser. Begge er forhold, der typisk rammer udviklingslande hårdt. Centralbanken udskød rentestigningen til sidst på året, mens ECB lempede politikken og Kina viste svag bedring, og det var nok til, at årets sidste kvartal blev en bedre oplevelse end det foregående, og at 2015 som helhed ikke blev nogen større skuffelse.

USA

Vejret gjorde sig igen i 2015 uheldigt bemærket i USA. Som man oplevede det i 2014 gav ualmindeligt meget sne i særligt de amerikanske sydstater problemer i de første måneder af 2015. Produktionen blev afbrudt flere steder og forbruget stagnerede, fordi folk dårligt kunne komme til frem til butikkerne. Således gik økonomien næsten i stå i årets første kvartal, og selv om det er naturligt med svaghed, når vejrforholdene er voldsommere end normalt, giver det altid usikkerhed, når man ikke reelt ved, om svage økonomiske nøgletal er reelle, eller om vejret igen er en del af forklaringen.

Et pænt hop i nøgletallene i de efterfølgende måneder indikerede, at det hovedsageligt var vejreffekter. Det bragte den amerikanske centralbank på banen, da den længe og tålmodigt havde ventet på en passende lejlighed til at hæve renten. Udtalelser og taler fra ledende personer i centralbanken henover sommeren antydede, at en rentestigning i september var realistisk. Dette på trods af, at inflationen fortsat ikke udgjorde et problem. Rationalet fra centralbanken var, at inflation lå lige om hjørnet, hvis bare økonomien forblev solid og arbejdsløsheden faldt yderligere. Uro på de finansielle markeder og usikkerhed om blandt andet Kina fik dog som nævnt centralbanken til at udskyde rentestigningen til sidst på året.

Tabel 2 - Afkast i de enkelte afdelinger og deres respektive referenceindeks

Afdelinger	Benchmark	Afdelingens afkast (pct.)		Benchmark afkast (pct.)	
		2015	2014	2015	2014
Danske Aktier	OMX Copenhagen All Share Capped	33,72	19,51	30,83	17,21
Danske Aktier Akkumulerende	OMX Copenhagen All Share Capped	32,88	19,48	30,83	17,21
Nordiske Aktier	VINX Top 100 (i DKK)	19,17	9,25	16,72	9,63
Europa Højt Udbytte	MSCI Europe (i DKK)	13,26	9,81	8,46	6,64
Europa Indeks	MSCI Europe (i DKK)	7,85	5,27	8,46	6,64
Europa Small Cap	MSCI Europe Small Cap (i DKK)	38,74	14,23	23,80	6,27
Nordamerika Indeks	MSCI North America (i DKK)	9,89	26,03	10,63	27,19
Japan Hybrid	TOPIX (i DKK)	24,74	1,93	24,68	9,88
Emerging Market Equities (Mondrian)	MSCI Emerging Markets (i DKK)	-6,39	11,00	-5,02	11,18
Pengemarked	CIBOR 1 uge -0,25%	-0,44	-0,24	-0,57	-0,13
Mellemlange Obligationer	EFFAS Danmark 3-5 år	0,33	5,81	0,48	2,20
Lange Obligationer	EFFAS Danmark 5-10 år	-0,12	10,13	-0,22	9,53
Kreditobligationer (Euro)	iBoxx Euro Corporate Overall Total Return	-0,66	7,11	-0,21	8,08
US High Yield Bonds (Columbia)	ML High Yield Master Cash Pay Constrained (hedged til DKK)	-1,70	2,40	-5,51	2,04
High Yield Bonds (Muzinich)	ML Global High Yield, BB-B Constrained (hedged til DKK)	-4,75	0,41	-1,89	2,98
US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)	Intet benchmark	-3,17	-	-	-
Emerging Market Bond Index	J.P. Morgan EMBI	-0,11	5,47	0,45	7,60
Investeringspleje Kort	Sammensat ¹⁾	0,02	3,54	0,23	3,15
Investeringspleje Mellemlang	Sammensat ¹⁾	1,79	4,53	0,61	4,41
Investeringspleje Lang	Sammensat ¹⁾	6,85	8,64	1,09	7,21

¹⁾ Investeringsplejeafdelingerne har referenceindeks, der er sammensat af flere indeks.

Ingen kunne være i tvivl om, at centralbanken mente det alvorligt med en kommende renteforhøjelse, og dette måtte lede til en generel styrkelse af dollaren over for stort set alle andre valutaer henover året. Det gav modvind til fremstillingssektoren, hvis varer blev dyrere for folk i andre lande. Samtidig medvirkede dollarstyrkelsen til nedadgående pres på en i forvejen faldende oliepris, hvilket var til yderligere skade for olie- og minedriften i bl.a. USA. Servicesektoren derimod, der er mere indenlandsk orienteret, stod langt stærkere, og erhvervstilliden i denne vigtige sektor nåede i løbet af året sit højeste niveau i 10 år. 2015 bød altså på en usædvanlig divergens sektorerne imellem. Servicesektoren beskæftiger 85 % af den amerikanske arbejdsstyrke og er dermed langt den vigtigste sektor for den brede økonomi. Men for aktiemarkedet er de andre sektorer som fremstilling og minedrift langt fra ubetydelige, og derfor kan man som investor ikke ignorere divergensen.

Den høje erhvervstillid i servicesektoren gav sig til udtryk i en pæn fremgang på arbejdsmarkedet, og mod slutningen af året sporede også tegn på højere lønstigninger. Generelt er lønstigningerne i USA dog stadig meget beskedne i historisk perspektiv. Ikke desto mindre førte job- og lønvækst til pæne stigninger i forbruget. Det blev hjulpet på vej af den faldende inflationen som følge af faldet i

olieprisen, og derved kom der ekstra luft i den amerikanske forbrugers budget. Investeringerne derimod forblev moderate trods de lave finansieringsomkostninger.

Europa

Opsvinget i Europa kom trods politiske skærmydsler tilbage på sporet efter et skuffende 2014, hvor blandt andet krisen mellem Rusland og Ukraine trak erhvervstillid og aktivitet ned. At den europæiske centralbank smed de tyske dogmer overbord og begav sig ud i såkaldte "kvantitative lempelser" via obligationsopkøb bidrog til øget optimisme. Det kan være svært at vurdere den direkte effekt af sådanne opkøb, men signalet om, at centralbanken spiller på samme instrumenter som de andre store centralbanker, er i sig selv positivt. Den umiddelbare effekt af lempelsen blev en svækkelse af euroen og dermed støtte til eksporten, men lavere renter på virksomhedsobligationer, realkredit og banklån er på sigt nok den mest afgørende effekt, så det europæiske opsving kan understøttes yderligere. Centralbanken reagerede på uroen i sensommeren ved at forlænge sit opkøbsprogram og sænke renten marginalt. Det skyldes ikke mindst en stadig svag inflationsudvikling og kun moderate forventninger om stigende inflation.

Gældskrisen viste sig som nævnt igen, da det græske folk i protest mod landets økonomiske ruin valgte det venstreorienterede parti Syriza til at styre landet efter den tidligere regering mistede fodfæstet mod slutningen af 2014. Grækerne bebrejder med nogen ret den strenge sparekurs dikteret af EU for en del af deres håbløse situation, og det gjorde efterfølgende ikke forhandlingerne om nye hjælpepakker lettere. Situationen spidsede til, da grækerne i en folkeafstemning nedstemte en spareplan fra de europæiske lande – en plan, der blev opstillet som en forudsætning for ny hjælp. I dagene omkring afstemningen var Grækenland tættere end nogensinde på at måtte forlade den fælles europæiske valutaunion. Et kompromis blev fundet, og selv om Grækenlands problemer langt fra er løst, er de dog kommet på afstand for en tid.

Andre af de gældsplagede lande klarede sig bedre. Spaniens fremgang fortsatte i solidt tempo, og Italien oplevede for første gang i fire år økonomisk vækst, mens Frankrig gik fra svag til moderat vækst. Selv om valget i Grækenland i starten af året samt regionalvalget i Frankrig og parlamentsvalget i Spanien stadig viste tegn på politisk polarisering i Eurozonen, så har polariseringen endnu ikke ført til vedvarende negative effekter på finansmarkederne. Men med det EU fjendske parti Front Nationales fremgang i Frankrig viste 2015, at polariseringen stadig er en trussel for regionens fremtidige sammenhængskraft og dermed funktionsdygtighed.

Ligesom i USA har de europæiske forbrugere nydt godt af den faldende oliepris, men det er ikke den eneste drivkraft. Arbejdsmarkedet blev bedret, og forbrugerne blev mere optimistiske i takt med at adgangen til banklån blev lettet og de offentlige nedskæringer løjede af. Særligt i Europa er investeringerne den manglende ingrediens i opsvinget, men lempeligere finansieringsvilkår som følge af en bedring i banksystemet og mindre pessimisme i erhvervslivet kan være det, der skubber investeringerne i gang.

Danmark

Den økonomiske udvikling i Danmark levede ikke op til forventningerne. Året startede fint med pæn fremgang i væksten og et forbrug, der endelig kom i gang efter flere års stilstand. Svage investeringer i løbet af året og svaghed i eksporten senere på året trak væksten ned i en grad, som gør, at 2015 ikke viser den betydelige bedring i forhold 2014, der var ventet. Underliggende ser tingene dog fornuftige ud: Bedringen i Eurozonen, der er vores vigtigste handelspartner, betyder, at eksporten nok skal komme tilbage, men vigtigere endnu er fremgangen i forbruget, som i sidste ende er den afgørende drivkraft, hvis opsvinget skal nå normale højder. Et styrket boligmarked hjælper også på forbrugslysten, men som vi har set det før, udgør store udsving i priserne på ejendomsmarkedet samtidig en risiko for den langsigtede stabilitet, fordi det kan føre til irrationel adfærd blandt forbrugere.

Japan

Væksten i Japan synes ikke at reagere helt så positivt på de mange økonomiske reformer, som premierminister Shinzo Abe har indført siden 2012. Det japanske opsving virker stadig ikke særlig robust, og inflationsforventningerne er langsomt begyndt at falde tilbage efter at være steget i starten af reformperioden. Det kræver en højere reallønsvækst at få inflationen løftet mere permanent, men indtil nu har reallønnen ikke brudt med de niveauer, den har svinget omkring de seneste 10-15 år. Myndighederne i Japan valgte

klogeligt at aflyse en annonceret momsforhøjelse i 2015, efter de så de ødelæggende konsekvenser af en momsforhøjelse i 2014. På trods heraf må man forvente yderligere stimulans i 2016, hvis centralbankens målsætninger skal opfyldes.

Emerging Markets

De nye markeder havde også i 2015 et vanskeligt år. Årsagerne var ikke så forskellige fra de foregående år, hvor fald i råvarepriser og svækkelse i særligt den kinesiske industri lagde et fortsat pres på væksten i en række andre udviklingslande. Særligt de råvareproducerende lande, der har nydt godt af stigningen i råvarepriser fra 2000-2010, har de seneste år oplevet markant modvind. Private som offentlige forbrugsniveauer var blevet tilpasset en situation, hvor indtægterne fra naturressourcer lå på et langt højere niveau. Med faldet i råvarepriser og indkomst og som følge heraf stigende betalingsbalance- og offentlige underskud ser situationen helt anderledes ud nu. Med tiltagende politiske problemer i flere lande og ringe udsigt til at Kinas industrivækst kommer tilbage til fordums styrke, er bekymrede internationale investorer begyndt at trække kapital ud af landene, hvilket blot tvinger en hurtigere nedadgående tilpasning igennem.

Problemerne for Emerging Markets er blevet forstærket af, at den amerikanske centralbank først lagde an til og sidenhen i december hævede renten og således lagde et opadgående pres på dollaren. Flere af regionens lande og virksomheder har udstedt gæld i dollar, og en styrket dollar har derved gjort gældsbyrden tungere. Derved rammes disse økonomier, der stadig institutionelt og strukturelt set er tilbagestående i forhold til vores del af verden, af en række problemer. Alvorlige korruptionsskandaler i Brasilien og Mexico, der har kostet flere ministertaburetter, er glimrende eksempler på disse udfordringer.

Også i Kina tabte væksten luft i 2015. Efter en svag start på året kom der dog mere fart på kedlerne henimod sommeren, ikke mindst som resultat af betydelige lempelser af den økonomiske politik gennem året, via såvel rentenedsættelser som lavere reserverkrav til bankerne, finanspolitiske tiltag og forskellige administrative lempelser, der understøtter boligmarkedet. I august devaluerede myndighederne den kinesiske valuta beskedent, men aktionen gav anledning til stor uro i markedet, da det blev opfattet som et udtryk for, at svagheden måske var mere udtalt end først antaget. Nogle så det også som indledningen til en valutakrig med talrige devalueringer til følge. Den ængstelse var overdreven, og væksten for året blev ikke katastrofal, men blot en smule lavere end de 7,5 %, man officielt sigtede efter. Tilbage står ikke desto mindre en kinesisk økonomi, som til stadighed skal kæmpe hårdt for at holde væksten nær det niveau, man sigter efter. Som resultat heraf vender myndighederne konsekvent tilbage til politikker og ikke mindst kreditvækst, der på lang sigt er uholdbare.

Forventninger til investeringsmarkederne i 2016

USA

Væksten i USA har i en årrække ligget i niveauet 2,0-2,5 %, og selv om centralbanken i december begyndte at hæve renten, er det ikke fordi der er tegn på at væksten løber løbsk. Det drejer sig snarere om, at arbejdsmarkedet er blevet bedret så meget over de forløbne seks år, at centralbanken begynder at se produktionska-

Tabel 3 - Afdelingernes udlodning for 2015

Udbyttebetalende afdelinger	Udbytte i kr. pr. andel	Indkomstfordeling		Selskaber Medtages m. 100%
		Aktieindkomst	Kapitalindkomst	
Danske Aktier	44,7	44,7	N/A	44,7
Nordiske Aktier	52,2	52,2	N/A	52,2
Europa Højt Udbytte	0,0	0,0	N/A	0,0
Europa Indeks	0,0	0,0	N/A	0,0
Europa Small Cap	0,0	0,0	N/A	0,0
Nordamerika Indeks	3,1	3,1	N/A	3,1
Japan Hybrid	0,0	0,0	N/A	0,0
Emerging Market Equities (Mondrian)	0,0	0,0	N/A	0,0
Pengemarked	0,0	N/A	0,0	0,0
Mellemlange Obligationer	2,1	N/A	2,1	2,1
Lange Obligationer	3,5	N/A	3,5	3,5
Kreditobligationer (Euro)	4,5	N/A	4,5	4,5
US High Yield Bonds (Columbia)	0,0	N/A	0,0	0,0
High Yield Bonds (Muzinich)	0,0	N/A	0,0	0,0
US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)	2,0	N/A	2,0	2,0
Emerging Market Bond Index	0,0	N/A	0,0	0,0

paciteten stramme til over de kommende år. Men det er usikkert, hvordan økonomien reagerer på rentestigninger efter mange års nulrente. Udgangspunktet for USA i 2016 er dog stadig solid vækst trukket af et efterhånden stærkt forbrug og en solid jobskabelse i servicesektoren. Opsvinget udfordres blandt andet af svagheden inden for fremstilling og minedrift, som kan sprede sig via finansmarkederne eller banksystemet. Der hersker også stadig en del usikkerhed om væksten i den resterende del af verden, og dermed også om udviklingen i den amerikanske eksport. Der vil i investeringsmarkederne være stor bevågenhed omkring signalerne fra den amerikanske centralbank og ethvert tegn på svaghed i økonomien i kølvandet på renteforhøjelserne.

Europa

Væksten i Europa ventes at få endnu et nøk op i 2016, da en række understøttende forhold er forbedret eller har udsigt til at blive forbedret. Først og fremmest fortsætter de positive takter for banksystemet, og netop det finansielle system var en af hovedårsagerne til vedvarende økonomisk svaghed, selv efter at eurokrisen ebbede ud for godt 3 år siden. Samtidig ser det ud til, at finanspolitikken for første gang siden 2009 virker direkte ekspansiv på væksten. Modvinden herfra var beskeden i 2015, men i 2016 bliver det sandsynligvis ligefrem til medvind, da tilpasningen i de offentlige underskud ventes at holde en pause. Endvidere er der kommet gang i forbruget. Eksporten understøttes af en svag euro, lavere renter for virksomhederne understøtter investeringer, og den europæiske centralbank står klar til at yde ekstra støtte, hvis der skulle komme grus i maskineriet. Vi forventer derfor, at Europa i 2016 vil opleve den stærkeste økonomiske vækst siden 2007.

Danmark

Alt tyder på, at Danmark snart bør opnå mere normale vækstrater efter en årrække med lav vækst. Forbruget kom allerede i gang i 2015 og understøttes bredt af arbejdsmarkedet, stigende boligpriser og meget lave renter. Og med en forventning om styrkelse af investeringerne efter et skidt 2015 og en bedring i eksporten forventer vi, at væksten når op omkring 2 % i 2016. Det på trods af de stramninger af finanspolitikken, som den nye regering har gennemført. For såvel Danmark som for resten af Europa gælder det i øvrigt, at den store tilstrømning af flygtninge fra Mellemøsten og Afrika vil være med til at øge den økonomiske vækst i 2016.

Emerging Markets

Selv om en række lande i Emerging Markets allerede er godt undervejs i tilpasningen til den nye verdensorden med lavere råvarerpriser og et mindre dynamisk kinesisk vækstlokomotiv, er processen for de fleste landes vedkommende endnu ikke overstået. Det vedvarende fald i priser på flere råvarer helt hen i slutningen af 2015 betyder desuden, at det kan være svært at vurdere, hvor priserne når et stabilt niveau. Risikoen er, at nogle lande ikke magter tilpasningen enten fordi landene mister muligheden for at svare deres forpligtelser hurtigere end de kan nå at tilpasse omkostningerne, og fordi markedet i det tilfælde ikke vil stille midlertidig finansiering til rådighed. Endelig kan det indenlandske politiske klima føre til, at de rette beslutninger ikke træffes, hvorved de offentlige finanser eller pengepolitikken forbliver ude af balance.

Statsbankerot indenfor Emerging Markets er en klar risiko for 2016, og det er uden tvivl noget, der vil kunne ryste markederne. Meget afhænger naturligvis af hvilke lande, der måtte komme i proble-

mer. Denne risiko kan hænge nøje sammen med, i hvilket tempo den amerikanske centralbank hæver sin rente, og det er endnu en årsag til, at dette vil være et hovedfokus for markedet igen i 2016.

Kina ventes at forsætte ad samme vej, som er betrådt de seneste år. Manglende vilje til at træffe de hårde valg for at langtidssikre væksten betyder på kort sigt, at det mest sandsynlige er en ret udramatisk udvikling. En ganske moderat nedgang i væksten ned imod 6-6,5 % understøttet af en ubrudt strøm af politiske tiltag og en kreditvækst, der stadig er alt for høj set i et langsigtet perspektiv. Kina vil sandsynligvis lade sin valuta svække moderat i 2016, men vi ser ikke store engangsdevalueringer som særligt realistiske. På længere sigt – det vil sige 3 til 5 år – skal Kinas økonomiske vækst betydeligt længere ned, og risikoen for en finansiel krise i løbet af en årrække er høj, hvis den nuværende lempelige kreditpolitik opretholdes.

Afkast og performance i afdelingerne

Afkastene på aktier blev igen i 2015 særdeles positive på de fleste markeder, mens afkastene på obligationsmarkederne gav mere beskedne afkast tæt på 0 %. I tabel 2 fremgår afkastet for såvel den enkelte afdeling som dens benchmark for 2014 og 2015.

Aktieafdelingerne gav i 2015 afkast, der lå på mellem -6,4 % og 38,7 %. Den voldsomme variation i afkastene inden for aktieafdelingerne understreger vigtigheden af, at man som investor vælger geografisk region og dermed aktieafdeling med omhu.

Afkastene i afdelingerne Danske Aktier og Danske Aktier Akkumulerende blev i 2015 henholdsvis 33,7 % og 32,8 % mod et afkast i begge afdelinger på 19,5 % i 2014. Årets højdespringer blev afdeling Europa Small Cap, der nåede et afkast på 38,7 %. Dette afkast er imponerende både i absolutte termer, men også relativt til markedet, idet afdelingens afkast overstiger markedsafkastet med ikke mindre end 14,9 %-point! Foreningens afdeling for japanske aktier, afdeling Japan Hybrid, har i tidligere år vist meget svingende afkast og performance i forhold til markedet. 2015 var et meget godt år for japanske aktier. Afkastet i afdelingen blev 24,7 %, hvilket er helt på niveau med markedsafkastet. Afdeling Nordamerika Indeks leverede i 2015 et afkast opgjort i danske kroner på 9,9 %, men som i 2014 skyldes det primært valutabevægelser mellem amerikanske dollar og danske kroner. Hvis man opgør de amerikanske aktiemarkeder i lokal valuta, er aktiemarkederne i Nordamerika reelt faldet med 2,5 % i 2015.

Det globale renteniveau var svagt stigende igennem året, og det er baggrunden for de beskedne afkast i de fleste obligationsafdelinger. Afdelingerne med de velkendte danske stats- og realkreditobligationer har givet afkast lige under 0 %. Afdelingerne med udenlandske kreditobligationer har alle givet negative afkast, primært fordi der skete en udvidelse af kreditspændet i takt med at olieprisen faldt, og dette trak tilliden til udstedere fra oliesektoren med sig ned.

Investeringsplejeafdelingerne er såkaldt "balancerede afdelinger", der investerer i såvel aktier som obligationer. I disse afdelinger har aktivallokeringen stor indflydelse på årets afkast. I 2015 har Investeringspleje Lang, der har den største andel af aktier, givet det højeste afkast af de tre Investeringspleje afdelinger. Investeringspleje Lang gav i 2015 et afkast på 6,85 % mod 8,45 % i 2014.

Ovenstående afkast er såkaldte absolutte afkast, og de er opgjort efter alle omkostninger. Det er det afkast, som investor har opnået ved at være investeret igennem hele året i afdelingen. Hvis man i stedet opgør afkastene i forhold til det afkast, som det relevante marked har givet, da taler man om relative afkast eller performance. Hvis afdelingens afkast er højere end markedsafkastet, er det relative afkast eller performance positivt.

Når man som investor vurderer performance, skal man huske på, at markedsafkastet ikke medtager omkostninger ved at investere eller ved at drive en investeringsforeningsafdeling. Derfor kan en afdeling, der leverer et afkast lidt under markedsafkastet, godt siges at have leveret et acceptabelt resultat. Målet for Foreningen er dog, at afdelingerne skal levere et afkast (efter alle omkostninger), der er højere end det tilsvarende markedsafkast.

Generelt har de aktivt styrede afdelinger haft et godt år, hvor 11 afdelinger opnåede et afkast, der lå over deres respektive benchmark, mens 6 afdelinger opnåede et afkast, der lå under deres respektive benchmark.

De store udsving fra år til år i afkastene viser, at investeringernes afkast og relative performance skal bedømmes over en periode på flere år, før et retvisende billede kan opnås.

Formueudviklingen

Foreningens samlede formue er i 2015 steget med 2.748 mio. kr. fra 10.218 mio. kr. primo året til 12.966 mio. kr. ultimo året. Stigningen i formuen skyldes primært markedsværdistigninger i aktieafdelingerne. Der har igennem året været emissioner for i alt 5.005 mio. kr. og indløsninger for 3.678 mio. kr. således at nettoemissioner har tilført Foreningen en formue på 1.328 mio. kr. Største nettotilgang med 750 mio. kr. havde afdeling Europa Small Cap. Den største nettoafgang havde afdeling Emerging Market Aktier (Mondrian) med en afgang på 551 mio. kr. Endelig er Foreningens formue negativt påvirket af udbetaling af udbytter på i alt 336 mio. kr. Disse blev udbetalt i april 2015.

Omkostningsudviklingen

Bestyrelsen er meget opmærksom på omkostningsniveauet i de enkelte afdelinger, fordi omkostninger alt andet lige fragår i det afkast, som investorerne opnår. Derfor er det vigtigt at forklare, hvad omkostningerne bliver brugt til. Omkostningen i en afdeling under Investeringsforeningen SEBinvest ligger på mellem 1,0 og 2,0 % om året. De simple afdelinger med danske obligationer har typisk de laveste omkostninger, mens de mere komplekse afdelinger med aktier og udenlandske obligationer typisk har de højeste omkostninger.

For alle afdelinger gælder den tommelfingerregel, at halvdelen af omkostningen går til at investere midlerne, mens den anden halvdel går til distribution af beviserne via rådgivning af investorerne samt til administration af Foreningen. Da Foreningen ikke selv har nogle ansatte, bliver alle opgaver varetaget af samarbejdsparter, som typisk er en eller flere banker. Selve administrationsopgaven varetages dog af Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, som er ejet af bl.a. Investeringsforeningen SEBinvest. De samlede administrationsomkostninger fremgår af note 5 efter de enkelte afdelingsregnskaber.

Under fælles noter B sidst i årsrapporten er vist en oversigt over Foreningens øvrige samlede administrationsomkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn. Heraf fremgår, at omkostningerne til investeringsforvaltningsselskabet er steget fra 13.781 mio. kr. i 2014 til 14.724 mio. kr. i 2015, hvilket skyldes den stigende formue i Foreningens afdelinger. Satserne for administration, der betales for forvaltningsselskabet er generelt lavere end i de foregående år.

De pr. 31. december 2015 gældende omkostningssatser pr. afdeling fremgår af tabellen under fælles noten med væsentlige aftaler. Omkostningssatserne har været gældende for hele året 2015.

Udbytter for 2015

Bestyrelsen indstiller til den ordinære generalforsamling den 7. april 2016, at der for 2015 udbetales udbytte i henhold til tabel 3. Højeste udbytte betaler afdeling Nordiske Aktier med kr. 52,2 pr. andel af nom. 100 kr.

Den skattemæssige behandling af udbyttet er alene bestemt af, hvilken type afdeling, der foretager udbyttebetalingen. Udbyttebetaling fra obligationsafdelinger beskattes som kapitalindkomst, og udbyttebetaling fra aktieafdelinger beskattes som aktieindkomst. Foreningens blandede afdelinger er alle akkumulerende og betaler således ikke udbytte.

Selskaber, der investerer i Foreningens beviser, skal medtage hele udbyttet i skatteopgørelsen.

Udbytter modtaget på en pensionsordning beskattes med 15,3 % i 2015.

Udbyttet er fastsat under hensyntagen til bestemmelserne i ligningslovens § 16 C. Udbyttet udbetales umiddelbart efter generalforsamlingens godkendelse af årsrapporten. Det betyder, at udbyttet indgår på investors konti tirsdag den 12. april 2016.

Oprettelse af ex-kupon afdelinger i 2016

Foreningens bestyrelse har besluttet, at der i januar 2016 etableres midlertidige afdelinger uden ret til udbytte for 2015 ("ex-kupon afdelinger") i afdelingerne Danske Aktier, Nordiske Aktier og Kreditobligationer (Euro). Ex-kupon afdelinger oprettes typisk i afdelinger med et stort forventet udbytte til udbetaling efter forårets generalforsamling. Af skattemæssige årsager kan nye investorer i disse afdelinger have en interesse i at investere i ex-kupon afdelingen i stedet for i den udbyttebetalende version af afdelingen.

Bestyrelses- og ledelsesforhold

Foreningens bestyrelse består af 4 personer, som alle er valgt af Foreningens medlemmer (investorerne) på den årlige generalforsamling. To af disse personer sidder ligeledes i bestyrelsen for Foreningens forvaltningsselskab, Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S. Foreningen har ikke selv en direktion eller andre ansatte. Bestyrelsens opgaver er beskrevet i Foreningens vedtægter og forretningsorden for bestyrelsen.

Bestyrelsen er for 2015 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i Foreningen med 250.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår af Fælles Noter under B. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse

med bestyrelsesarbejdet.

Bestyrelsens sammensætning og tillidserhverv er beskrevet i et særskilt afsnit.

Ledelsen af investeringsforeninger er detaljeret reguleret i lov om finansiel virksomhed og i lov om investeringsforeninger m.v. samt i diverse bekendtgørelser. Hertil kommer en række konkrete anvisninger i vejledninger fra Finanstilsynet.

Investorbeskyttelse, MiFID II og investeringsforeningers betaling af formidlingsprovision

Et gennemgående tema i 2015 i investeringsforeningsbranchen var de såkaldte honorarmodeller. Med ordet honorarmodel menes den betalingsform, som danske investeringsforeninger benytter til at honorere samarbejdspartner for at udføre opgaver relateret til distribution af og rådgivning om foreningernes beviser. De fleste danske investeringsforeninger – herunder Investeringsforeningen SEBinvest - betaler formidlingsprovision til samarbejdende danske banker for at stille filialnet og medarbejdere til rådighed for investorerne, således at disse uden yderligere betaling kan få rådgivning om køb og salg af beviserne i investeringsforeningsafdelingerne.

Det centrale punkt i debatten er investorbeskyttelse: Man skal som investor sikres, at der ikke opstår en interessekonflikt mellem investeringsrådgiver og investor, når investeringsrådgiveren modtager betaling fra den investeringsforening, som han rådgiver investor om. Investor skal have den rette investeringsrådgivning, uden at denne rådgivning påvirkes af, hvilken betaling rådgiveren modtager fra en tredjepart i form af en investeringsforening. Rådgiveren skal rådgive ud fra investors interesse og ikke ud fra egen eller bankens interesse.

Det er ikke kun i Danmark, at denne debat pågår. Debatten tager udgangspunkt i EU's såkaldte MiFID II direktiv fra 2014, der fastlægger rammerne for investorbeskyttelse i Europa. I visse lande, som f.eks. Holland og England, har man i kølvandet på direktivet indført national lovgivning, der helt forbyder bankerne at modtage betaling fra tredjepart som f.eks. en investeringsfond. I stedet for at modtage disse betalinger opkræver bankerne direkte betaling fra deres kunder for den rådgivning, som kunderne modtager.

I Danmark har en arbejdsgruppe under Erhvervs- og Vækstministeriet i slutningen af 2015 offentliggjort en rapport, som skal tjene som oplæg til en politisk beslutning om at implementere MiFID II direktivet i dansk lovgivning. Rapporten indeholder ingen direkte anbefalinger til politikerne, men de politiske kommentarer peger i retning af, at den kommende lovgivning vil tillade, at danske investeringsforeninger fortsat kan honorere samarbejdspartner for at yde gratis investeringsrådgivning til deres kunder. Men der vil fremover blive stillet øgede krav til, at investorerne oplyses om størrelsen af den betaling, der sker fra den enkelte investor til banken. Desuden skal rådgivningen omfatte flere forskellige investeringsprodukter herunder også produkter fra foreninger, der ikke er relateret til den enkelte rådgivers egen bank. Endelig ventes der at blive indført et forbud mod honorarbetaling i de tilfælde hvor beviserne indgår i kundernes investering via en egentlig fuldmagtsaftale ("plejeaftale") med banken.

Investeringsforeningen SEBinvest anser rapporten som værende

et godt og afbalanceret oplæg til den videre politiske behandling i 2016.

Finanstilsynets inspektion i investeringsforeningen SEBinvest

Investeringsforeningen SEBinvest og Foreningens administrationselskab, Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, er begge under løbende tilsyn af Finanstilsynet. En del af dette tilsyn omfatter tilbagevendende inspektionsbesøg. I efteråret 2015 gennemførte Finanstilsynet således inspektionsbesøg hos såvel Foreningen som hos forvaltningsselskabet. Begge inspektioner forløb tilfredsstillende.

Ved inspektionen i Foreningen havde Finanstilsynet særligt fokus på Foreningens forretningsmodel, bestyrelsens og direktionens arbejde, investeringsstrategi, samarbejdet med depotbanken og Foreningens omkostningsstruktur.

I sin afsluttende redegørelse skriver Finanstilsynet bl.a.: "I forbindelse med inspektionen har investeringsforeningen redegjort for, hvordan bestyrelsen følger op på performance og omkostninger i foreningens afdelinger. Det er Finanstilsynets vurdering, at bestyrelsen aktivt forholder sig til performance og omkostninger i foreningens afdelinger: Bestyrelsen har endvidere arbejdet på at indføre mere elastiske omkostningsstrukturer og har indført politik for reaktion på dårlig performance".

Den fulde redegørelse er offentliggjort på Foreningens hjemmeside www.seb.dk/sebinvest.

Nye nøgletal i Årsrapporten: Active Share og tracking error

Igennem de senere år har der i medierne været rejst kritik af visse investeringsforeningers investeringsstrategi. I korte træk er kritikken gået på, at enkelte afdelinger investerer for passivt, dvs. at afdelingen investerer for tæt på investeringerne i benchmark. Derved får investor ikke en reel mulighed for at opnå et merafkast i forhold til benchmark. Dette er naturligvis problematisk, hvis investor betaler for en aktiv investeringsstrategi, der har som mål at slå afkastet af benchmark.

For at imødekomme denne kritik har InvesteringsFondsBranchen (IFB) vedtaget en ny branchestandard, efter hvilke danske investeringsforeninger skal oplyse to mål for, hvor meget den enkelte afdelings portefølje adskiller sig fra benchmark – altså mål for, hvor aktivt afdelingen reelt forvaltes. De to nøgletal hedder Active Share og tracking error. For en nærmere beskrivelse af beregningen bag tallene henvises til regnskabets Fælles noter.

Investeringsforeningen SEBinvest omfatter både aktivt og passivt forvaltede afdelinger. For foreningens 17 aktivt forvaltede afdelinger gælder, at ingen af disse ligger i kategorien af "skabspassiv" afdelinger.

Når enkelte afdelinger, som f.eks. afdeling Danske Aktier, har et Active Share nøgletal under grænsen på 50 %, skyldes det, at afdelingens reelle investeringsunivers – de 30-40 større danske aktier - og benchmark er så snævert forbundet, at der ikke rent teknisk kan opnås en Active Share, der overstiger de 50 %, som ellers angiver grænsen for, om afdelingen styres aktivt. Dette forhold

er generelt gældende for afdelinger, der investerer i snævre markeder med et begrænset antal aktier at vælge mellem. De passive afdelinger, hvor investeringerne spejler et indeks, oplyser i sagens natur ikke de to nye nøgletal.

Samfundsansvar

Foreningen samarbejder gennem Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S med SEB-koncernen på området for ansvarlige investeringer (SRI). Hensigten med samarbejdet og de udarbejdede politikker er bl.a. at følge FN's generelle principper for ansvarlige investeringer (PRI=Principles for Responsible Investments). Derved sikres, så vidt muligt, at de virksomheder, som Foreningen investerer i, har en ansvarlig politik omkring de etiske aspekter i samfundet eller har fokus på og velvilje til at udforme og/eller forbedre politikkerne.

Foreningens bestyrelse har således besluttet at følge SEB's politik med henblik på at indarbejde PRI i investeringsprocessen.

SEB samarbejder med Ethix SRI Advisors på området for ansvarlige investeringer.

Med udgangspunkt i internationale konventioner modtager Foreningen løbende lister fra SEB/Ethix SRI Advisors over selskaber, som ikke opfylder nedenstående konventioner for så vidt angår miljøforhold, menneskeretligheder og korruption m.v.

- UN Global Compact
- OECD Guidelines for Multinational Enterprises
- Human rights conventions
- Environmental conventions
- Weapon-related conventions

På baggrund af listerne fra SEB/Ethix SRI Advisors er det besluttet ikke at investere i en række selskaber, som producerer klyngebomber og landminer samt – for de aktivt forvaltede afdelinger - atomvåben. Udelukkelseslisterne opdateres som minimum to gange årligt og offentliggøres på Foreningens hjemmeside.

De øvrige selskaber, som ifølge SEB/Ethix SRI Advisors ikke opfylder én eller flere af konventionerne ovenfor, optages på en intern observationsliste. SEB/Ethix SRI Advisors søger dialog med disse virksomheder med henblik på at bringe de konkrete problematiske forhold til ophør. I yderste konsekvens ekskluderes selskaberne, hvis der ikke opnås tilfredsstillende resultater af dialogen.

Statsobligationer

Der har i flere år været stigende offentligt fokus på investering i obligationer udstedt af stater, hvor det demokratiske system ikke lever op til gængse etiske standarder. I slutningen af 2013 udgav Rådet for samfundsansvar en vejledning om ansvarlige investeringer i statsobligationer. Foreningen følger, så vidt muligt, vejledningens generelle konklusioner om at udvise samfundsansvar, herunder at følge de sanktioner, som udstikkes af FN, EU og den danske stat.

Foreningen tilpasser løbende politikkerne for ansvarlige investeringer, således at disse til stadighed afspejler udviklingen på områ-

det. Foreningen har derfor bl.a. med udgangspunkt i Rådets vejledning, og i samarbejde med SEB, udformet en politik for ansvarlige investeringer i statsobligationer. I lighed med øvrige politikker på området for ansvarlige investeringer samarbejder foreningen med SEB og Ethix SRI Advisors.

Politikken vedr. ansvarlige investeringer i statsobligationer er baseret på Ethix SRI Advisors' "Norm-Based Screening for Countries". På baggrund af denne "screening" udelukkes (negative screening) udstedelser fra lande, som er underlagt multilaterale internationale sanktioner, lande som ikke kan eller vil leve op til, eller beskytte basale menneskerettigheder. Udelukkelsen vil dog først ske efter en behørig undersøgelse af og hensyntagen til eventuelle positive tiltag og udvikling i landets SRI forhold. Der er ultimo 2015 6 lande på udelukkelseslisten.

Øvrige problematiske lande optages på en observationsliste, og udviklingen i disse monitoreres tillige løbende.

Udelukkelseslisten opdateres som minimum to gange årligt.

Foreningen arbejder således fortsat seriøst med at investere med samfundsansvar.

Risici samt risikostyring

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

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

- Investors eget valg af afdelinger
- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

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

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at påtage sig med sin investering, og hvor lang

tidshorisonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine SEBinvest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindekatoren). Hvis man investerer over en kortere tidshorisont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer sjældent velegnede.

I beretningen for den enkelte afdeling fremgår dens risikoklassifikation målt ved risikoindekatoren fra dokumentet Central Investinformation ultimo 2015. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

Risikoklasse	Årlige afkastudsving i pct. (standardafvigelse)	
	Lig med eller større end	Mindre end
1	0,0%	0,5%
2	0,5%	2,0%
3	2,0%	5,0%
4	5,0%	10,0%
5	10,0%	15,0%
6	15,0%	25,0%
7	25,0%	∞

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indekatoren (6 – 7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1- 2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler, investeringspolitikker og instrukser fra Foreningens bestyrelse om investering, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter. Desuden har Investeringsforeningen SEBinvest porteføljerådgivere placeret i udvalgte lokale markeder.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores og porteføljerådgivernes forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks.

renteudviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber og sælger vi aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har vi for langt de fleste afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at vurdere afdelingens reelle resultater. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Bemærk at afkastet i benchmark ikke tager højde for omkostninger. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark.

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

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

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne kan der f.eks. være fastsat en begrænsning på tracking error. Tracking error er et matematisk nøgletal, som udtrykker, hvor tæt afdelingerne følger deres benchmark. Jo lavere tracking error er, desto tættere forventes afdelingen at følge benchmark. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og særlige begrænsninger på kreditrisikoen via krav til kreditvurderingen (ratings).

Risici knyttet til driften af Foreningen

For at undgå fejl i driften af Foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformations-system, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgiver, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

Foreningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved den generalforsamlingsvalgte revisor. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

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

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

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henvises til disses gældende prospekter og Central Investorinformation. Prospekter og Central Investor kan downloades på seb.dk/sebinvest under fanen Foreninger/Dokumenter.

Generelle risikofaktorer

Investorer skal være opmærksomme på, at investering i investeringsbeviser er behæftet med risici, som kan medføre tab. Investorer skal desuden være opmærksomme på, at historiske afkast ikke kan anvendes som indikator for fremtidige afkast. Foreningens overordnede politik for styring af de investeringsmæssige risici er primært knyttet op på, at alle afdelinger følger placerings- og spredningskravene i lovgivningen, således er alle afdelinger er såkaldte UCITS-fonde.

Risici afhænger af mange faktorer. Nedenfor gennemgås de typer af risici, som er relevante for Foreningens afdelinger.

Enkeltlande

Investering i værdipapirer i et enkelt land, f.eks. Danmark, medfører 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. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner, jf. nedenfor.

Valuta

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

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget

forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling 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 og obligationer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

Nye markeder/Emerging Markets

Begrebet "Nye Markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusiv Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkeder, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Aktieudlån

Foreningens afdelinger har i henhold til vedtægterne mulighed for at foretage aktieudlån. Foreningens bestyrelse har dog besluttet, at der ikke foretages udlån af aktier i afdelingerne. Der var således ingen afdelinger, som var aktive i udlån af aktier i 2015.

Lån

Foreningen har i henhold til vedtægterne og på vegne af afdelingerne fået Finanstilsynets tilladelse til at optage kortvarige lån i forbindelse med afvikling af handler. Samlet set må lånene ikke overstige 10 % af afdelingens formue. Der vil således ikke blive benyttet fremmedfinansiering til andre former for investering, og bestyrelsen har derfor ikke fastsat yderligere rammer for fremmedfinansiering.

Foreningen kan derudover ansøge Finanstilsynet om særskilt tilladelse til på vegne af Foreningens afdelinger at optage lån på indtil 10 % af afdelingernes formue med henblik på indløsning af medlemsandele eller udnyttelse af tegningsrettigheder. Ansøgning herom skal ske separat til Finanstilsynet. Foreningen har p.t. ikke ansøgt om eller modtaget tilladelse hertil fra Finanstilsynet.

Værdiansættelse

Foreningens finansielle instrumenter værdiansættes til officielt noterede børs- og valutakurser. Foreningen investerer kun i meget begrænset omfang i unoterede finansielle instrumenter og andre finansielle instrumenter, der ikke er genstand for offentlig

Tabel 4 - ÅOP (Årlig Omkostning i Procent)

Afdeling	Investeringsstrategi	2015	2014
Danske Aktier	Aktiv	2,02	2,01
Danske Aktier Akkumulerende	Aktiv	2,12	2,15
Nordiske Aktier	Aktiv	2,41	2,17
Europa Højt Udbytte	Aktiv	2,19	2,02
Europa Indeks	Passiv	1,38	1,66
Europa Small Cap	Aktiv	1,98	1,71
Nordamerika Indeks	Passiv	1,37	1,36
Japan Hybrid (DIAM)	Aktiv	2,53	2,96
Emerging Market Equities (Mondrian)	Aktiv	2,57	2,60
Pengemarked	Aktiv	0,34	0,30
Mellemlange Obligationer	Aktiv	0,45	0,61
Lange Obligationer	Aktiv	0,42	0,59
Kreditobligationer (Euro)	Aktiv	1,19	0,76
US High Yield Bonds (Columbia)	Aktiv	1,80	2,36
High Yield Bonds (Muzinich)	Aktiv	2,17	2,62
US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)	Aktiv	1,26	N/A
Emerging Market Bond Index	Passiv	1,47	1,44
Investeringspleje Kort	Aktiv	1,84	1,64
Investeringspleje Mellemlang	Aktiv	1,90	1,74
Investeringspleje Lang	Aktiv	1,82	1,74

kursnotering. Priser på unoterede finansielle instrumenter eller afledte finansielle instrumenter opgøres til skønnet dagsværdi eller til beregnet dagsværdi på baggrund af underliggende noterede instrumenter.

Den indre værdi af Foreningens beviser kan på den baggrund fastsættes med relativ stor nøjagtighed. I perioder, hvor omsætningen på fondsbørserne verden over er lav, og hvor mange finansielle instrumenter derfor ikke handles dagligt, kan der opstå usikkerhed ved indregning og måling af indre værdi. For sjældent handlede obligationer er det muligt løbende at beregne en kurs på baggrund af de mest handlede obligationer med samme karakteristika. Denne mulighed findes ikke for aktier, hvor kursen derfor altid opgøres som senest handlede, selv om handelsdagen ligger flere dage bagud.

Som følge af de meget høje andele af likvide, noterede finansielle instrumenter i Foreningen har ingen af afdelingerne i 2015 haft større problemer med fastsættelse af indre værdi, ligesom det har været muligt straks at efterkomme alle ønsker om indløsninger.

Særlige risici ved obligationsafdelingerne

Obligationsmarkedet

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

Renterisiko

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

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, Emerging Markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarende reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervs-virksomheder 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 udtrykker den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Særlige risici ved aktieafdelingerne

Udsving på aktiemarkedet

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske

og reguleringsmæssige forhold eller som en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markeds-mæssige og økonomiske forhold.

Risikovillig kapital

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

Særlige risici ved blandede afdelinger

Blandede afdelinger investerer i både aktier og obligationer. Disse afdelinger er således påvirket af faktorer, som påvirker aktie- såvel som obligationsafdelinger.

Kommunikationspolitik

Der er stor interesse for opsparring og investering. Foreningen ønsker at være åben over for medlemmer, presse og myndigheder.

Medlemmernes adgang til information sikres først og fremmest via hjemmesiden seb.dk/sebinvest, hvor alle relevante oplysninger om Foreningens afdelinger findes. Investor kan via hjemmesiden benytte en række analyseværktøjer fra Morningstar på Foreningens afdelinger. Hjemmesiden opdateres desuden løbende igennem alle bankdage med emissions- og indløsningskurser. Der kan endvidere findes historiske afkast- og performedata samt komplette og opdaterede oversigter over afdelingernes beholdninger af aktiver.

Medlemmerne har mulighed for at få besked via e-mail, når der indkaldes til generalforsamling eller der udgives hel- og halvårsregnskaber. Det er desuden muligt at bestille rapporterne til fremsendelse pr. post.

Foreningens beviser distribueres gennem SEB. Bortset fra afdeling Pengemarked er alle afdelinger optaget til daglig handel på Nasdaq Copenhagen A/S. Alle væsentlige nyheder vedrørende Foreningen vil derfor blive offentliggjort via Nasdaq Copenhagen A/S. Disse fondsbørsmeddelelser vil også kunne findes på hjemmesiden.

Medlemmer og andre interesserede kan henvende sig til adm. direktør Jens Lohfert Jørgensen med spørgsmål om Foreningens forretningsområde.

Gennemførte fusioner

På generalforsamlingen den 9. april 2015 blev det besluttet at fusionere Afdeling Korte Danske Obligationer med en andelsklasse i en tilsvarende afdeling under Investeringsforeningen Wealth Invest, nemlig andelsklassen "AKL SEB Korte Obligationer (SEB WM)" ("Modtagende Andelsklasse"), som er en andelsklasse i afdeling Wealth Invest SEB Korte Obligationer AKL.

Finanstilsynet godkendte fusionen endeligt den 18. juni 2015, og sidste handelsdag på NASDAQ Copenhagen A/S for beviserne i Afdeling Korte Danske Obligationer blev fastsat til den 3. juli 2015.

Ombytningsforholdet mellem de fusionerende afdelinger blev beregnet på baggrund af indre værdier pr. den 3. juli 2015 med efterfølgende ombytning (ombytningsdag) den 6. juli 2015. I henhold til

det beregnede og reviderede ombytningsforhold pr. den 6. juli 2015 berettigede én andel på nominelt DKK 100 i Korte Danske Obligationer til 0,91 andele á nominelt DKK 100 i den Modtagende Andelsklasse.

De indre værdier der lå til grund for bytteforholdet, var på henholdsvis DKK 89,76 for Afdeling Korte Danske Obligationers vedkommende og DKK 98,68 for den Modtagende Andelsklasse, AKL SEB Korte Obligationer (SEB WM)'s vedkommende.

De overskydende andele i afdeling Korte Danske Obligationer, der ikke kunne ombyttes til hele andele i den Modtagende Andelsklasse, blev udbetalt kontant og beskattet som kapitalindkomst.

Foreningen udsendte den 6. juli 2015 en meddelelse indeholdende oplysninger om ombytningsforhold mv.

Forslag om fusion af afdeling

Afdeling Emerging Market Equities (Mondrian) har gennem det seneste års tid været ramt af en række meget store indløsninger, som har medført, at afdelingens formueværdi pr. indgangen til 2016 var faldet til ca. 55 mio. kr. fra et niveau ved indgangen til 2015 på lige godt 600 mio. kr. og et niveau pr. 30. juni 2015 på godt 350 mio. kr.

Det store fald i afdelingens formue vil alt andet lige føre til øgede omkostninger for afdelingens medlemmer ved uændret drift, hvorfor Foreningens bestyrelse efter årsafslutningen har truffet beslutning om at foreslå afdelingen fusioneret med en andelsklasse i en tilsvarende afdeling under Investeringsforeningen Wealth Invest. Det drejer sig om "AKL SEB Global Emerging Market Equities (Earnest) DKK", som er en andelsklasse i afdeling "SEB Global Emerging Market Equities (Earnest) AKL" under Investeringsforeningen Wealth Invest.

Forslaget vil blive fremsat for medlemmerne i afdelingen på Foreningens ordinære generalforsamling den 7. april 2016. De af bestyrelsen udarbejdede fusionsdokumenter er offentliggjort den 3. marts 2016 og kan downloades på www.seb.dk/sebinvest eller rekvireres vederlagsfrit ved henvendelse til Investeringsforvaltnings-selskabet SEBinvest A/S, Bernstorffsgade 50, 1577 København V."

Efterfølgende begivenheder

Der er efter balancedagen ikke indtruffet andre hændelser, som vurderes at have væsentlig indflydelse på bedømmelsen af årsrapporten for 2015.

Bestyrelsens tillidshverv

Carsten Wiggers, formand

Direktør, cand. polit., født 1955

I bestyrelsen for Foreningen siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen Alternativ Invest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEBinvest II
Kapitalforeningen SEB Institutionel
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S
VP SECURITIES A/S
Core Bolig IV Investoraktieselskab Nr. 1-4
Core Bolig IV Investorkommanditaktieselskab
Core Bolig IV Kommanditaktieselskab

Britta Fladeland Iversen

Direktør, født 1953

I bestyrelsen for Foreningen siden 2014.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen Alternativ Invest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEBinvest II
Kapitalforeningen SEB Institutionel
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest
DISfonden
UBS Bolig A/S
Core Advice A/S

Morten Amtrup

Direktør, cand. oecon., født 1963

I bestyrelsen for Foreningen siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen Alternativ Invest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEBinvest II
Kapitalforeningen SEB Institutionel
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S
Nagel Danmark A/S

Bjarne Thorup

Direktør, cand. merc. & MBA, født 1959

I bestyrelsen for Foreningen siden 2015.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen Alternativ Invest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEBinvest II
Kapitalforeningen SEB Institutionel
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest
Core Bolig IV Investoraktieselskab Nr. 1-4
Core Bolig IV Investorkommanditaktieselskab Nr. 6
Core Bolig IV Kommanditaktieselskab
BO-HUS A/S
Bruger-Hjælpe Formidlingen A/S
Sæbefabrikken A/S

Til medlemmerne i Investeringsforeningen SEBinvest

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten 2015 for Investeringsforeningen SEBinvest og erklærer hermed:

- At årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v.
- At årsregnskabet for Foreningen og afdelingerne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.
- At ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i Foreningen 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 3. marts 2016

Bestyrelsen

Carsten Wiggers
Bestyrelsesformand

Britta Fladeland Iversen
Bestyrelsesmedlem

Morten Amtrup
Bestyrelsesmedlem

Bjarne Thorup
Bestyrelsesmedlem

Direktion
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Jens Lohfert Jørgensen
Direktør

Til medlemmerne i Investeringsforeningen SEBinvest

Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen SEBinvest (20 afdelinger) for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2015, omfattende de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fælles noter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

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 m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset at denne skyldes besvigelser eller fejl.

Revisors ansvar

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

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

København, den 3. marts 2016

PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 77 12 31

Erik Stener Jørgensen
statsautoriseret revisor

Michael E. Jacobsen
statsautoriseret revisor

Generel læsevejledning

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

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

Derfor har vi valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i et fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Vi anbefaler, at du læser disse afsnit i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Udsagn om forventninger

Forventninger til den fremtidige udvikling i verdensøkonomien og på de finansielle markeder er udtryk for ledelsens aktuelle vurdering af fremtiden. Da den fremtidige udvikling afhænger af en lang række ubekendte faktorer, fremtidige begivenheder og økonomiske resultater er forventningerne i sagens natur forbundet med stor usikkerhed og kan ikke betragtes som garanti for, hvordan fremtiden vil forløbe. Der er således risiko for, at udviklingen kan afvige fra disse forventninger. Derfor bør der ikke træffes beslutninger eller foretages økonomiske dispositioner på baggrund af disse udsagn.

Ledelsen opfordrer til altid at søge professionel rådgivning før der træffes beslutninger om investeringer eller foretages andre økonomiske dispositioner.

Ledelsen påtager sig ikke noget ansvar i tilfælde af, at markederne udvikler sig anderledes end forventet.

Afdelingen investerer i danske aktier. For at sikre en hensigtsmæssig risikospredning skal afdelingens investeringer fordeles på mellem 20 og 35 selskaber. S sammensætningen af investeringerne tilpasses løbende forventningerne til forhold af betydning for brancher og selskaber, herunder strukturelle og teknologiske ændringer, den økonomiske og finansielle udvikling samt branche- og selskabsspecifikke forhold.

Afdeling	Danske Aktier	Årets afkast	33,72 pct.
Benchmark	OMX Copenhagen All Share Capped	Årets benchmark afkast	30,83 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0010260629	Startdato ^{*)}	4. februar 2000
Skattestatus	Udbyttebetalende	Styktørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	5	Administrationsomk.	1,56 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★ ★ ★	ÅOP	2,02 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i store og mellemstore danske virksomheder, der som oftest er meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

Afdelingen har ikke en direkte valutarisiko, da aktierne alle er udstedt i danske kroner, men mange danske selskabers indtjeningsevne, og dermed måling, er påvirket af valutaforholdet især mellem EUR og USD.

På trods af spredning af investeringerne på sektorer og selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 5 i 7-trins risikoskalaen. Dette indikerer, at investeringer i afdelingen er forbundet med høj risiko. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter OMX Copenhagen All Share Capped indekset som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i aktiekurserne på det samlede noterede danske aktiemarked – og altså ikke kun på de 20 største aktier. De enkelte aktier vægter med deres markedsværdi, men der er en øvre grænse for, hvor meget den enkelte aktie kan udgøre af det samlede indeks.

Særlige risici

Det danske aktiemarked er som andre aktiemarkeder behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte sektorer, som markedet består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko.

Den generelle markedsrisiko er primært påvirket af de makroøko-

nomiske beslutninger, der bestemmer den økonomiske vækst i samfundet. Den selskabsspecifikke risiko er bestemt af forhold som ledelse, produktmiks og adgang til produktionsressourcer.

Ved at sprede investeringerne på enkeltaktier (minimum 20 aktier) reduceres den samlede selskabsspecifikke risiko.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for årsregnskabet.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

Det danske aktiemarked begyndte året i solid medvind, idet øget frygt for deflation og økonomisk opbremsning i Europa fik ECB til at lancere et massivt opkøb af obligationer, som har udløst pres på både renter og euroen. De lave renter og øget likviditet har øget risikovilligheden og drevet kurserne op. Fortsat uro om græsk økonomi samt nedjustering af den kinesiske vækst har dog undervejs givet mindre korrektioner.

Året har set prisfald i mange råvaresegmenter (i udtalt grad olie), og et pænt løft i USD, som også har drevet nogle investeringste-maer. I dette marked opstod præference for tilbagebetalingscases, mens cykliske cases med vægt på emerging markets og bankaktier kom i modvind.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 33,72 %. Afkastet på benchmarket lå på 30,83 %, så afdelingen har outperfor-met sit benchmark med 2,88 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i for-

hold til benchmarket anses for at være meget tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger over helårsforventningen om et afkast på 25-30 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

De tre mest positive bidrag til den relative performance var Vestas (overvægt), DFDS (overvægt) og A.P. Møller Mærsk (undervægt).

Vestas har vist et flot marginløft og stærkt ordreindtag. En nylig forlængelse af amerikanske subsidier har også øget kursen, der mere end doblede i 2015. DFDS har også leveret mere end en kursfordobling. Satsningen på den engelske kanal fik omsider et lykkeligt og indtjeningsmæssigt transformerende udfald, da det lykkedes at drive en rival ud af markedet og opnå en marginforbedrende konsolidering. A.P. Møller Mærsk har derimod været meget udfordret. Container-divisionen lider under faldende volumen og fragtrater, og ledelsen har været sene til at reagere herpå. Samtidigt svækker den lave oliepris værdien af oliedivisionen, og aktien er faldet massivt i 2015.

De tre mest negative bidrag til det relative afkast var Genmab (undervægt), Lundbeck (undervægt) og GN (overvægt).

Genmab har vist solide data for et lægemiddel under udvikling til kræftbehandling, som er kulmineret i en godkendelse fra de amerikanske myndigheder og spås en meget lovende fremtid. Aktien er mere end fordoblet i 2015. Lundbeck har efter udskiftning af topchef og ambitiøse omstrukturingsmål opnået et enormt tillidsløft, og aktien er steget markant i håb om massiv indtjeningsvækst. GN har derimod været i modvind. Den ellers stærke udvikling i Resound er case-mæssigt blevet overskygget af frygt for patentsager anlagt af konkurrenter såvel som en intern svindelsag, der har ført til en nedjustering. Aktien har underperformeret markant i 2015.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 979,2 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 403,5 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 27,0 % i 2015 fra 2.836,3 mio. kr. primo året til 3.601,9 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 83,1 mio. kr. Derudover er der overført 979,2 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er for 2015 foreslået udlodning svarende til 44,70 kr. pr. andel á nom. 100,00 kr. Der udloddes efter ligningslovens § 16C. Det vil sige, at modtagne udbytter, refunderet udbytteskat og realiserede kursgevinster (netto) udloddes efter modregning af årets omkostninger.

Forventninger til 2016

Vores investeringsstrategi og porteføljekonstruktion er ikke baseret på et specifikt markeds- eller makrosценarie, men derimod på kendskabet til de enkelte cases på det danske aktiemarked. På den baggrund har vi heller ikke inddiskonteret et markedsscenarie, som er kritisk for vores cases eller relative performance. Vi tilstræber at skabe et merafkast på min. 2-4 % årligt baseret på vores beskrevne investeringsstrategi.

Afkastet for afdelingen forventes at blive på 5-10 % for hele 2016.

DANSKE AKTIER

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	3	210
1 Renteudgifter	-397	0
2 Udbytter	104.460	39.368
I alt renter og udbytter	104.066	39.578
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	934.511	405.274
4 Handelsomkostninger	-2.220	-1.809
I alt kursgevinster og -tab	932.291	403.465
I alt indtægter	1.036.357	443.043
5 Administrationsomkostninger	-54.669	-39.604
Resultat før skat	981.688	403.439
6 Skat	-2.489	52
Årets nettoresultat	979.199	403.491
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	475.856	311.023
Overført til udlodning næste år	588	861
Overført til medlemmernes formue	502.755	91.607
Disponeret	979.199	403.491

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	58.996	18.136
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra DK selskaber	3.475.157	2.683.551
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	62.838	122.986
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	4.705	4.471
I alt kapitalandele	3.542.700	2.811.008
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3	0
Mellemv. vedr. handelsafv.	169	53.125
I alt andre aktiver	172	53.125
Aktiver i alt	3.601.868	2.882.269
Passiver		
10 Medlemmernes formue	3.601.856	2.836.301
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	12	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	45.955
I alt anden gæld	12	45.968
Passiver i alt	3.601.868	2.882.269

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-15,38	24,25	31,85	19,51	33,72
Benchmark afkast (pct.)	-19,90	23,81	38,30	17,21	30,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	151,70	188,48	243,78	277,23	338,34
Nettoresultat (t.DKK)	-203.315	271.982	448.081	403.491	979.199
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	4,00	12,80	30,40	44,70
Administrationsomkostninger (pct.)	1,61	1,59	1,58	1,54	1,56
Omsætningshastighed (antal gange)	0,235	0,133	0,153	0,247	0,165
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.100.662	1.409.913	1.791.794	2.836.301	3.601.856
Antal andele, stk.	7.255.673	7.480.379	7.349.904	10.231.035	10.645.537
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-0,11	0,07	1,18	1,19	1,28
Standardafvigelse	22,62	22,65	17,45	13,20	12,84
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	38,70
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	2,79

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	3	0
Øvrige indtægter	0	210
Renteudgifter	-397	0
I alt renteindtægter	-394	210

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	96.163	37.327
Not. aktier fra udenlandske selskaber	8.297	2.041
I alt udbytter	104.460	39.368

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	920.854	403.522
Not. aktier fra udenlandske selskaber	13.423	1.332
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	234	420
I alt fra kapitalandele	934.511	405.274

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-4.796	-3.385
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.576	1.576
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-2.220	-1.809

Note 5: Administrationsomkostninger

Note 5: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-103
Markedsføringsomkostninger	-25.988	0	-25.988	-9.988
Gebyrer til depotselskab	-1.081	0	-1.081	-454
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-22.524	-136	-22.660	-25.086
Øvrige omkostninger	-250	-156	-406	-214
Fast administrationshonorar	-4.506	0	-4.506	-3.746
I alt adm.omkostninger	-54.364	-305	-54.669	-39.604

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	104.066	39.578
Rente- og udbytteskat	-2.489	52
Kursgevinst til udlodning	437.201	268.403
Administrationsomkostninger til modregning	-54.669	-39.604
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-8.526	43.377
Udlodning overført fra sidste år	861	78
Til rådighed for udlodning	476.444	311.884
Heraf foreslået udlodning	475.856	311.023
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	588	861

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	99,9	99,8
Øvrige	0,1	0,2
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S	4.705	4.471
--	-------	-------

Aktieandel i Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S (pct.) 30,5 30,5
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger

Note 10: Medlemmernes formue	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
------------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Medlemmernes formue primo	10.231.035	2.836.301	7.349.904	1.791.794
Udlodning fra sidste år		-311.023		-94.079
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		14.295		1.629
Emissioner i året	2.594.855	797.602	3.508.969	898.297
Indløsninger i året	-2.180.353	-716.094	-627.838	-164.901
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.576		70
Overført til udlodning næste år		588		861
Foreslået udlodning		475.856		311.023
Overførsel af periodens resultat		502.755		91.607
I alt medlemmernes formue	10.645.537	3.601.856	10.231.035	2.836.301

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	6,9
Cykliske forbrugsgoder	8,6
Finans	24,1
Industri	34,6
Materialer	4,9
Medicinal og sundhed	20,9
I alt, alle sektorer	100,0

Danske Aktier Akkumulerende

Afdelingen investerer i danske aktier. For at sikre en hensigtsmæssig risikospredning skal afdelingens investeringer fordeles på mellem 20 og 35 selskaber. Sammensætningen af investeringerne tilpasses løbende forventningerne til forhold af betydning for brancher og selskaber, herunder strukturelle og teknologiske ændringer, den økonomiske og finansielle udvikling samt branche- og selskabsspecifikke forhold.

Afdeling	Danske Aktier Akkumulerende	Årets afkast	32,88 pct.
Benchmark	OMX Copenhagen All Share Capped	Årets benchmark afkast	30,83 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0060059186	Startdato ^{*)}	20. december 2006
Skattestatus	Akkumulerende	Styktørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindikator [1-7] ^{**)}	5	Administrationsomk.	1,61 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★	ÅOP	2,12 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i store og mellemstore danske virksomheder, der som oftest er meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

Afdelingen har ikke en direkte valutarisiko, da aktierne alle er udstedt i danske kroner, men mange danske selskabers indtjenings- evne, og dermed måling, er påvirket af valutaforholdet især mellem EUR og USD.

På trods af spredning af investeringerne på sektorer og selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 5 i 7-trins risikoskalaen. Dette indikerer, at investeringer i afdelingen er forbundet med høj risiko. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter OMX Copenhagen All Share Capped indekset som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i aktiekurserne på det samlede noterede danske aktiemarked – og altså ikke kun på de 20 største aktier. De enkelte aktier vægter med deres markeds- værdi, men der er en øvre grænse for, hvor meget den enkelte aktie kan udgøre af det samlede indeks.

Særlige risici

Det danske aktiemarked er som andre aktiemarkeder behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte sektorer, som markedet består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko.

Den generelle markedsrisiko er primært påvirket af de makroøkonomiske beslutninger, der bestemmer den økonomiske vækst i

samfundet. Den selskabsspecifikke risiko er bestemt af forhold som ledelse, produktmiks og adgang til produktionsressourcer.

Ved at sprede investeringerne på enkeltaktier (minimum 20 aktier) reduceres den samlede selskabsspecifikke risiko.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for årsregnskabet.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

Det danske aktiemarked begyndte året i solid medvind, idet øget frygt for deflation og økonomisk opbremsning i Europa fik ECB til at lancere et massivt opkøb af obligationer, som har udløst pres på både renter og euroen. De lave renter og øget likviditet har øget risikovilligheden og drevet kurserne op. Fortsat uro om græsk økonomi samt nedjustering af den kinesiske vækst har dog undervejs givet mindre korrektioner.

Året har set prisfald i mange råvaresegmenter (i udtalt grad olie), og et pænt løft i USD, som også har drevet nogle investeringstemaer. I dette marked opstod præference for tilbagebetalingscases, mens cykliske cases med vægt på emerging markets og bankaktier kom i modvind.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 32,9 %. Afkastet på benchmarket lå på 30,8 %, så afdelingen har outperformat sit benchmark med 3,1 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være meget tilfredsstillende.

Det skal bemærkes, at afdelingen belastes med 15 % skat på de udbytter, som den modtager fra porteføljeselskaberne. Afdelingens benchmark medregner bruttoudbytter, dvs. at benchmarket ikke indregner udbytteskat, og derfor er afdelingen alene af denne tekniske årsag efter sit benchmark med anslået 0,5 %-point. Nasdaq Copenhagen opgør ikke nettoindeks.

Det absolutte afkast ligger over helårsforventningen om et afkast på 25-30 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

De tre mest positive bidrag til den relative performance var Vestas (overvægt), DFDS (overvægt) og A.P. Møller Mærsk (undervægt).

Vestas har vist et flot marginløft og stærkt ordreindtag. En nylig forlængelse af amerikanske subsidier har også øget kursen, der mere end doblede i 2015. DFDS har også leveret mere end en kursfordobling. Satsningen på den engelske kanal fik omsider et lykkeligt og indtjeningsmæssigt transformerende udfald, da det lykkedes at drive en rival ud af markedet og opnå en margin-forbedrende konsolidering. A.P. Møller Mærsk har derimod været meget udfordret. Container-divisionen lider under faldende volumen og fragtrater, og ledelsen har været sene til at reagere herpå. Samtidigt svækker den lave oliepris værdien af oliedivisionen, og aktien er faldet massivt i 2015.

De tre mest negative bidrag til det relative afkast var Genmab (undervægt), Lundbeck (undervægt) og GN (overvægt).

Genmab har vist solide data for et lægemiddel under udvikling til kræftbehandling, som er kulmineret i en godkendelse fra de amerikanske myndigheder og spås en meget lovende fremtid. Aktien er mere end fordoblet i 2015. Lundbeck har efter udskiftning af topchef og ambitiøse omstrukturingsmål opnået et enormt tillidsløft, og aktien er steget markant i håb om massiv indtjeningsvækst. GN har derimod været i modvind. Den ellers stærke udvikling i Resound er case-mæssigt blevet overskygget af frygt for patentsager anlagt af konkurrenter såvel som en intern svindelsag, der har ført til en nedjustering. Aktien har underperformat markant i 2015.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 60,0 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 28,2 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 21,5 % i 2015 fra 204,6 mio. kr. primo året til 160,6 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 104,0 mio. kr. Derudover er der overført 60,0 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Vores investeringsstrategi og porteføljekonstruktion er ikke baseret på et specifikt markeds- eller makrosценarie, men derimod på kendskabet til de enkelte cases på det danske aktiemarked. På den baggrund har vi heller ikke inddiskonteret et markedsscenarie, som er kritisk for vores cases eller relative performance. Vi tilstræber at skabe et merafst på min. 2-4 % årligt baseret på vores beskrevne investeringsstrategi.

Det er vores forventning, at afdelingen vil give et afkast på 5-10 % for hele 2016.

DANSKE AKTIER AKKUMULERENDE

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteudgifter	-25	0
2 Udbytter	7.017	2.766
I alt renter og udbytter	6.992	2.766
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	57.490	28.852
4 Handelsomkostninger	-211	-226
I alt kursgevinster og -tab	57.279	28.626
I alt indtægter	64.271	31.392
5 Administrationsomkostninger	-3.182	-2.813
Resultat før skat	61.089	28.579
6 Skat	-1.083	-406
Årets nettoresultat	60.006	28.173
Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue		

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.831	719
Kapitalandele:		
7,10 Not. aktier fra DK selskaber	154.809	195.042
7,10 Not. aktier fra udl. selskaber	2.752	8.923
8 Unot. kap.and. fra DK selsk.	182	173
I alt kapitalandele	157.743	204.138
Andre aktiver:		
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	0
Aktiver i alt	160.574	204.857
Passiver		
9 Medlemmernes formue	160.562	204.602
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	12	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	242
I alt anden gæld	12	255
Passiver i alt	160.574	204.857

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-15,94	23,67	31,25	19,48	32,88
Benchmark afkast (pct.)	-19,90	23,81	38,30	17,21	30,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	90,39	111,80	146,74	175,33	232,98
Nettoresultat (t.DKK)	-10.980	14.650	30.281	28.173	60.006
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,76	1,73	1,67	1,62	1,61
Omsætningshastighed (antal gange)	0,277	0,281	0,191	0,284	0,253
Medlemmernes formue (t.DKK)	57.036	88.762	138.470	204.602	160.562
Antal andele, stk.	630.971	793.971	943.671	1.166.975	689.170
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-0,13	0,05	1,16	1,16	1,25
Standardafvigelse	22,58	22,64	17,45	13,13	12,79
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	38,65
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	2,86

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteudgifter

Renteudgifter	-25	0
I alt renteudgifter	-25	0

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	6.445	2.619
Not. aktier fra udenlandske selskaber	572	147
I alt udbytter	7.017	2.766

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	56.197	28.755
Not. aktier fra udenlandske selskaber	1.284	77
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	9	20
I alt fra kapitalandele	57.490	28.852

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-536	-342
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	325	117
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-211	-226

Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-16
Markedsføringsomkostninger	-1.440	0	-1.440	-682
Gebyrer til depotselskab	-149	0	-149	-88
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.247	-8	-1.255	-1.712
Øvrige omkostninger	-38	-23	-61	-46
Fast administrationshonorar	-249	0	-249	-256
I alt adm.omkostninger	-3.138	-44	-3.182	-2.813

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

Note 7: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	99,9	99,9
Øvrige	0,1	0,1
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 8: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S	182	173
--	-----	-----

Aktieandel i Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S (pct.) 1,2 1,2
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger

Note 9: Medlemmernes formue	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Medlemmernes formue primo	1.166.975	204.602	943.671	138.470
Emissioner i året	116.148	23.780	263.450	44.135
Indløsninger i året	-593.953	-128.109	-40.146	-6.261
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		283		85
Overførsel af periodens resultat		60.006		28.173
I alt medlemmernes formue	689.170	160.562	1.166.975	204.602

Note 10: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	7,0
Cykliske forbrugsgoder	8,6
Finans	24,0
Industri	34,4
Materialer	5,0
Medicinal og sundhed	21,0
I alt, alle sektorer	100,0

Afdelingen investerer i aktier, der kan handles på markederne i de nordiske lande. For at sikre en hensigtsmæssig risikospredning skal afdelingens investeringer fordeles på aktier i mindst 20 og højst 30 selskaber. Porteføljen vil som hovedregel indeholde 25 ligeligt vægtede aktier med følgende landefordeling: 10 svenske aktier, 5 danske, 5 norske og 5 finske. Afdelingen har uafdækket valutarisiko.

Afdeling	Nordiske Aktier	Årets afkast	19,17 pct.
Benchmark	VINX Top 100 (i DKK)	Årets benchmark afkast	16,72 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0060130235	Startdato ^{*)}	23. april 2008
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	SEB: København, Oslo, Stockholm, Helsinki	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	6	Administrationsomk.	1,84 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★ ★ ★	ÅOP	2,41 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i store nordiske virksomheder, der som oftest er meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

Afdelingen har en direkte valutarisiko, da aktierne er udstedt i bl.a. SEK og NOK samt EUR. Denne valutarisiko afdækkes ikke. Generelt er mange af de nordiske selskabers indtjeningsevne, og dermed måling, påvirket af valutaforholdet især mellem EUR og USD, fordi de nordiske valutaer i et vist omfang følger euroen i forhold til USD.

Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. På trods af spredning af investeringerne på sektorer og selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 6 i 7-trins risikoskalaen. Dette indikerer, at investeringer i afdelingen er forbundet med høj risiko. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter det fællesnordiske VINX Top 100 indeks som benchmark. Indekset viser udviklingen i aktiekurserne på de 100 største nordiske virksomheder opgjort efter markedsværdi.

Særlige risici

De nordiske aktiemarkeder er som andre aktiemarkeder behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte sektorer, som markederne består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko.

Den generelle markedsrisiko er primært påvirket af de makroøko-

nomiske beslutninger, der bestemmer den økonomiske vækst i samfundet. Den selskabsspecifikke risiko er bestemt af forhold som ledelse, produktmiks og adgang til produktionsressourcer.

Ved at sprede investeringerne på 20-30 enkeltaktier reduceres den samlede selskabsspecifikke risiko.

Likviditetsrisiko, der vedrører muligheden for at omsætte afdelingens aktiver til en reel markedspris, vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på de respektive markeder og sætter dette i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

De nordiske aktiemarkeder fortsatte den positive udvikling fra 2014 igennem 2015, men der var betydelig forskel i afkastene på de enkelte nordiske børser. Det danske aktiemarked klarede sig bedst især drevet af Novo Nordisk-aktien. Det danske Nasdaq C20 Indeks steg med 35 %! Også i Finland steg markedet kraftigt – med 9,8 % -, og her var det især den vigtige skovindustri sektor, som var drivkraften bag den positive udvikling.

Efter et volatilt år sluttede også det brede svenske aktiemarked i plus på 6 % trods en svag udvikling i flere af de store svenske børs-selskaber. Det norske marked og den norske krone blev ramt af den faldende oliepris, men det norske aktiemarked formåede dog at ud-vise en stigning på 3,5 % målt i norske kroner.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 19,17 %. Afkastet på benchmark lå på 16,72 %, så afdelingen har outperformat sit benchmark med 2,45 % -point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmark anses for at være meget tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger på niveau med helårsforventningen om et afkast på 18-23 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Afdelingen tilpassede i foråret 2015 sin strategi således, at porteføljen ikke som tidligere er bundet af, at skulle placere et fast antal aktier på hvert af de nordiske markeder. Den nuværende strategi tillader at afdelingens rådgiver frit vælger de mest attraktive aktier inden for det nordiske aktieunivers, men således at der alene ses på den enkelte akties potentiale. Dette har båret frugt i 2015.

Det var positioner i selskaberne i Bakkafrøst, Vestas, Autoliv og Tomra, der bidrog mest positivt til afdelingens performance. Novo Nordisk var den bedste bidragsyder i absolutte termer grundet den store vægt i porteføljen, og den bidrog også positivt til performance i forhold til benchmark. Blandt de negative bidragsydere til performance finder man RenoNorden, DNB og Hennes & Mauritz.

Ericsson blev købt ind til porteføljen igen i efteråret efter at værdisætningen var blevet mere attraktiv. Endvidere blev investeringen i DSV udbygget, fordi der opstod interessante synergi effekter efter DSV overtagelse af selskabet UTi. Indenfor værkstedsektoren blev der bl.a. investeret i Cargotec.

Positionerne i bl.a. TeliaSonera, Telenor, Rockwool og Faberge blev afviklet, mens positionerne i finansselskaberne Nordea, DNB og Danske Bank blev reduceret. Endelig blev der taget gevinst på dele af positionerne i Novo Nordisk, Bakkafrøst og Autoliv efter den gode kursudvikling i løbet af året.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 26,3 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 15,9 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 49,7 % i 2015 fra 149,4 mio. kr. primo året til 75,2 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 92,6 mio. kr. Derudover er der overført 26,3 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er for 2015 foreslået udlodning svarende til 52,20 kr. pr. andel á nom. 100,00 kr. Der udloddes efter ligningslovens § 16C. Det vil sige, at modtagne udbytter, refunderet udbytteskat og realiserede kursgevinster (netto) udloddes efter modregning af årets omkostninger.

Forventninger til 2016

Det globale økonomiske konjunkturbillede er ganske uensartet. Billedet er præget af en moderat, men dog positivt amerikansk vækst, en meget tydelig opbremsning i den kinesiske økonomi samt et Europa med øgede politiske og økonomiske spændinger. Samlet set ser rådgiver fortsat et langsigtet positivt stigningspotentiale i de nordiske aktier både dels grundet de lave renter i Europa og dels grundet de nordiske selskabers robuste balancer.

Den langsigtede strategi er fortsat at investere i aktier med attraktiv værdisætning dvs. lave "multipler" eller nøgletal. Selskaberne skal have sunde balancer og have vist, at de ud fra deres eget udgangspunkt (udvikling, produktmix, salgskanaler) kan skabe gode risiko-

justerede afkast i en foranderlig verden.

Afdelingen forventes at give et afkast på 5-10 % i 2016.

NORDISKE AKTIER

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	1
1 Renteudgifter	-8	0
2 Udbytter	2.417	5.075
I alt renter og udbytter	2.409	5.076
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	26.020	13.035
Valutakonti	-330	12
Øvrige aktiver/passiver	3	2
4 Handelsomkostninger	-158	-176
I alt kursgevinster og -tab	25.535	12.873
I alt indtægter	27.944	17.949
5 Administrationsomkostninger	-1.679	-2.870
Resultat før skat	26.265	15.079
6 Skat	9	839
Årets nettoresultat	26.274	15.918
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	24.761	16.712
Overført til udlodning næste år	9	64
Overført til medlemmernes formue	1.504	-858
Disponeret	26.274	15.918

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	353	2.839
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra DK selskaber	15.120	31.406
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	58.597	114.898
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	227	216
I alt kapitalandele	73.944	146.520
Andre aktiver:		
Mellemv. vedr. handelsafv.	901	0
Aktuelle skatteaktiver	27	41
I alt andre aktiver	928	41
Aktiver i alt	75.225	149.400
Passiver		
10 Medlemmernes formue	75.212	149.388
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	12
Passiver i alt	75.225	149.400

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-16,26	26,75	11,69	9,25	19,17
Benchmark afkast (pct.)	-16,17	23,55	19,37	9,63	16,72
Indre værdi (DKK pr. andel)	96,80	121,09	134,20	146,60	158,56
Nettoresultat (t.DKK)	-25,142	30,136	19,766	15,918	26,274
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	1,00	0,00	16,40	52,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,61	1,63	1,66	1,66	1,84
Omsætningshastighed (antal gange)	0,414	0,616	0,414	0,364	0,663
Medlemmernes formue (t.DKK)	111,171	166,151	182,410	149,388	75,212
Antal andele, stk.	1.148.464	1.372.114	1.359.286	1.019.000	474.346
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-0,01	0,20	0,93	0,67	0,61
Standardafvigelse	25,36	24,16	20,11	16,42	15,53
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	58,86
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	3,43

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	0	1
Renteudgifter	-8	0
I alt renteindtægter	-8	1

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	193	457
Not. aktier fra udenlandske selskaber	2.224	4.618
I alt udbytter	2.417	5.075

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	8.583	9.437
Not. aktier fra udenlandske selskaber	17.426	3.574
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	11	24
I alt fra kapitalandele	26.020	13.035

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-341	-264
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	183	88
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-158	-176

Note 5: Administrationsomkostninger

Note 5: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-164
Andre honorarer til revisorer	0	-79	-79	0
Markedsføringsomkostninger	-684	0	-684	-432
Gebyrer til depotselskab	-131	0	-131	-221
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-592	-3	-595	-1.734
Øvrige omkostninger	-25	-19	-44	-47
Fast administrationshonorar	-118	0	-118	-259
I alt adm.omkostninger	-1.565	-114	-1.679	-2.870

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

Note 7: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	2.409	5.076
Rente- og udbytteskat	19	838
Kursgevinst til udlodning	38.826	16.528
Administrationsomkostninger til modregning	-1.679	-2.870
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-14.869	-2.797
Udlodning overført fra sidste år	64	0
Til rådighed for udlodning	24.770	16.775
Heraf foreslået udlodning	24.761	16.712
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	9	64

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	99,7	99,9
Øvrige	0,3	0,1
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	227	216
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	1,5	1,5
Se iverigt ejerforhold under Foreningsoplysninger		

Note 10: Medlemmernes formue	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.019.000	149.388	1.359.286	182.410
Udlodning fra sidste år		-16.712		0
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		8.907		0
Emissioner i året	133.853	21.076	49.000	6.774
Indløsninger i året	-678.507	-114.063	-389.286	-55.878
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		342		163
Overført til udlodning næste år		9		64
Foreslået udlodning		24.761		16.712
Overførsel af periodens resultat		1.504		-858
I alt medlemmernes formue	474.346	75.212	1.019.000	149.388

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på lande (pct.)

31.12.2015

Danmark	20,7
Finland	8,0
Færøerne	2,7
Norge	14,6
Sverige	54,0
I alt, alle lande	100,0

Afdelingen investerer fortrinsvis i europæiske aktier og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier. For at sikre en hensigtsmæssig risikospredning skal afdelingens investeringer fordeles på mindst 30 selskaber. Sammensætningen af investeringerne tilpasses løbende på baggrund af analyse af selskaber, som betaler højt udbytte. Afdelingen har uafdækket valutarisiko.

Afdeling	Europa Højt Udbytte	Årets afkast	13,26 pct.
Benchmark	MSCI Europe (i DKK)	Årets benchmark afkast	8,46 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016002496	Startdato ^{*)}	29. januar 1999
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	5	Administrationsomk.	1,59 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★★★	ÅOP	2,19 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i europæiske virksomheder, der naturligvis er meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

Afdelingen har en direkte valutarisiko, da aktierne er udstedt i bl.a. EUR, GBP, CHF og SEK. Endvidere er mange europæiske selskabers indtjeningssevne, og dermed måling, påvirket af andre valutaforhold især mellem EUR og USD. Afdelingens valutarisiko afdækkes ikke.

Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. På trods af spredning af investeringerne på forskellige lande, sektorer og selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 5 på 7-trins risikoskalaen. Dette indikerer, at investeringer i afdelingen er forbundet med høj risiko. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdeling" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter MSCI Europe (i DKK) som benchmark. Dette indeks følger markedsudviklingen i de 16 udviklede lande i Europa.

Særlige risici

De europæiske aktiemarkeder er behæftet med risici, der kan knyttes til det enkelte land, de enkelte sektorer, som markederne består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko. Den generelle markedsrisiko er primært påvirket af de makroøkonomiske beslutninger, der bestemmer den økonomiske vækst i samfundet. Den selskabsspecifikke risiko er bestemt af forhold som ledelse, produktmix og adgang til produktionsressourcer.

Ved at sprede investeringerne på minimum 30 enkeltaktier reduceres den samlede selskabsspecifikke risiko ved at investere i det europæiske aktiemarked.

Likviditetsrisiko, der vedrører muligheden for at omsætte afdelingens aktiver til en reel markedspris, vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markederne og sætter dette i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

2015 blev endnu et stærkt, men volatilt år for europæiske aktier. I årets første måneder steg aktiemarkederne kraftigt, men disse stigninger blev tabt hen over sommeren. I oktober og november måneder oplevede markederne lidt af et comeback. Man kan sige, at årets kursudvikling afspejler en tovtækning mellem på den ene side bekymringen for om det økonomiske opsving i Europa er holdbart, og på den anden side det faktum, at der ikke findes attraktive alternativer til at investere i aktier.

Otte ud af ti sektorer i afdelingens benchmark, MSCI Europa, steg igennem året. De to bedst performende sektorer var Stabilt forbrug og Informations teknologi. I sektoren Stabilt forbrug, der består af ikke-cykliske forbrugsaktier som f.eks. fødevarer, var stigningen drevet af aktierne Anheuser-Busch og Unilever. Blandt aktierne i Informations teknologi sektoren var det især SAP, der drev indekset op. De to sektorer, der faldt igennem året var Materialer og Energi, der begge led under faldende priser. Aktierne der især stod for skud her var Glencore, Anglo American og Royal Dutch Shell.

Kendetegnende for de aktier, der klarede sig bedst i 2015 er, at de i et flerårigt historisk perspektiv har haft lave udsving i deres aktiekurser, og at selskaberne er høj kvalitets selskaber.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 13,26 %. Afkastet på benchmarket lå på 8,46 %, så afdelingen har outperformat sit benchmark med 4,80 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være meget tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger på lige under helårsforventningen om et afkast på 15-20 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Ved indgangen til året havde vi positive forventninger til markedet, fordi vi ventede at den kvantitative lempelse af den europæiske pengepolitik ville stimulere aktiemarkedet. Derfor har strategien igennem 2015 haft mindre fokus på lav risiko aktier og mere på aktier, der var billigt prisfastsatte på nøgletallene. Dette har afdelingen nydt godt af om end vi forventer, at vi endnu har den fulde effekt af vores fokus på de såkaldte "value aktier" til gode.

Afdelingens allokering mellem sektorer bidrog negativt til relative performance. Men dette negative bidrag blev mere end kompenseret af positive effekt fra de enkelte aktievalg. En overvægt i sektoren for materialer bidrog således negativt, mens en undervægt i energiselskaber bidrog positivt.

På enkeltaktieniveau var den største positive bidragsyder til performance en overvægt i forsikringsselskaberne Hannover Ruck og Swiss Re samt i health care virksomheden Elisa. Derimod trak overvægte i mineselskabet Rio Tinto and entreprenørselskabet Skanska ned i performance.

Endelig bør det nævnes, at afdelingen i marts 2015 modtog Morningstar Fund Award for bedste danske afdeling i kategorien af europæiske aktiefonde.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 58,5 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 39,2 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 37,1 % i 2015 fra 473,1 mio. kr. primo året til 648,5 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 116,9 mio. kr. Der er overført 58,5 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

2015 var et favorabelt år for afdelingens strategi om at investere i selskaber, der udbetaler høje og stabile udbytter. Årets outperformance af benchmarkets afkast bekræfter dette. Vi forventer, at de moderate europæiske vækstudsigter i kombination med fortsat lave renter vil understøtte strategien også i 2016.

Afdelingens afkast forventes at blive på 5-10 % for hele 2016.

EUROPA HØJT UDBYTTE

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	1	15
1 Renteudgifter	-34	-1
2 Udbytter	21.311	23.691
I alt renter og udbytter	21.278	23.705
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	49.338	23.895
3 Afledte finansielle instr.	783	730
Valutakonti	-880	-147
Øvrige aktiver/passiver	87	33
4 Handelsomkostninger	-1.156	-595
I alt kursgevinster og -tab	48.172	23.916
I alt indtægter		
	69.450	47.621
5 Administrationsomkostninger	-9.098	-7.319
Resultat før skat	60.352	40.302
6 Skat	-1.827	-1.124
Årets nettoresultat	58.525	39.178
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	58.525	39.178
Disponeret	58.525	39.178

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	24.771	2.963
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra DK selskaber	14.811	21.946
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	603.985	445.386
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	1.235	1.174
I alt kapitalandele	620.031	468.506
11 Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	134	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	730	0
Mellemv. vedr. handelsafv.	1.428	116
Aktuelle skatteaktiver	1.510	1.552
I alt andre aktiver	3.668	1.668
Aktiver i alt	648.604	473.137
Passiver		
10 Medlemmernes formue		
	648.458	473.071
Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	133	0
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	66
Passiver i alt	648.604	473.137

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-7,92	13,99	21,03	9,81	13,26
Benchmark afkast (pct.)	-8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	87,64	96,14	112,69	123,74	140,15
Nettoresultat (t.DKK)	-32.713	44.966	71.604	39.178	58.525
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	3,25	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,53	1,57	1,56	1,49	1,59
Omsætningshastighed (antal gange)	0,000	0,548	0,370	0,555	0,722
Medlemmernes formue (t.DKK)	352.884	357.994	437.418	473.071	648.458
Antal andele, stk.	4.026.581	3.723.681	3.881.718	3.822.991	4.626.762
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-0,47	-0,27	0,87	0,98	0,84
Standardafvigelse	14,67	14,75	11,52	9,60	11,22
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	84,16
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	4,11

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	1	0
Øvrige indtægter	0	15
Renteudgifter	-34	-1
I alt renteindtægter	-33	14

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	694	1.150
Not. aktier fra udenlandske selskaber	20.617	22.541
I alt udbytter	21.311	23.691

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	5.034	1.118
Not. aktier fra udenlandske selskaber	44.243	22.259
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	61	133
Unot. kapitalandele fra udl. selskaber	0	385
I alt fra kapitalandele	49.338	23.895
Aktieterminer/futures	783	730
I alt fra afledte finansielle instrumenter	783	730

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-1.674	-958
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	518	364
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-1.156	-595

Note 5: Administrationsomkostninger

Note 5: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-115
Andre honorarer til revisorer	0	2	2	0
Markedsføringsomkostninger	-4.238	0	-4.238	-1.212
Gebyrer til depotselskab	-342	0	-342	-300
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.672	-23	-3.695	-4.870
Øvrige omkostninger	-25	-38	-63	-82
Fast administrationshonorar	-734	0	-734	-727
I alt adm.omkostninger	-9.026	-72	-9.098	-7.319

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-208.285	-279.159
Renter og udbytter	21.278	23.705
Rente- og udbytteskat	-1.715	-1.510
Kursgevinst til udlodning	36.380	48.994
Administrationsomkostninger til modregning	-9.098	-7.319
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-31.495	173
Til rådighed for udlodning	-192.935	-215.116
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	10.528	6.832
Tab til modregning i kommende år	-182.407	-208.285

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	99,8	99,7
Øvrige	0,2	0,3
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	1.235	1.174
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	8,0	8,0

Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger

Note 10: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.822.991	473.071	3.881.718	437.418
Emissioner i året	1.770.518	249.258	1.307.476	153.584
Indløsninger i året	-966.747	-133.327	-1.366.203	-157.993
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		931		884
Overførsel af periodens resultat		58.525		39.178
I alt medlemmernes formue	4.626.762	648.458	3.822.991	473.071

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	9,4
Cykliske forbrugsgoder	16,9
Energi	2,6
Finans	22,9
Forsyning	9,5
Futures Europæiske aktier	3,4
Industri	13,1
Materialer	7,3
Medicinal og sundhed	7,6
Telekommunikation	7,3
I alt, alle sektorer	100,0

Europa Indeks

Afdelingen investerer i europæiske aktier og skal følge det brede europæiske aktieindeks så tæt som muligt. Afdelingen har en passiv investeringsstrategi. Indekset følges via en såkaldt fysisk replikering, dvs. at porteføljen indeholder et stort antal aktier, der bedst muligt afspejler det underliggende aktieindeks, der indeholder flere end 400 aktier. Afdelingen har uafdækket valutarisiko.

Afdeling	Europa Indeks	Årets afkast	7,85 pct.
Benchmark	MSCI Europe (i DKK)	Årets benchmark afkast	8,46 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016283054	Startdato ^{*)}	6. april 1999
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindikator [1-7] ^{**)}	6	Administrationsomk.	1,13 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★ ★ ★	ÅOP	1,38 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i europæiske aktier. Afdelingen følger en passiv (dvs. indeksorienteret) investeringsstrategi, hvor afdelingen søger at afspejle afkastet af det samlede europæiske aktiemarked. Dette gøres i praksis ved at sprede investeringerne på et meget stort antal enkeltaktier. Derved reduceres den samlede risiko.

På trods af spredning af investeringerne på lande, sektorer og selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 6 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter MSCI Europe (i DKK) som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i aktiekurserne på de største aktiemarkeder i Europa, og indekset består af flere end 400 enkeltaktier.

Særlige risici

De europæiske aktiemarkeder er som andre aktiemarkeder behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte lande, til de enkelte sektorer, som markederne består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko.

Afdelingen investerer grundet sin passive strategi fortrinsvis i store europæiske virksomheder, der som oftest er meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

Afdelingens investeringer sker i aktier udstedt i forskellige europæiske valutaer, og der er derfor en direkte valutarisiko mellem danske kroner og primært euro, engelske pund, schweizer franc og svenske kroner, fordi selskabernes aktier er denomineret i disse valuta-

er. Mange af de europæiske selskabers indtjeningssevne, og dermed måling, er desuden påvirket af valutaforholdet især mellem EUR og USD.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

2015 var et blandet år for europæiske aktier. Aktiemarkedet steg markant i første halvår, men over sommeren steg nervøsiteten på baggrund af svagere vækst i Kina og gentagne devalueringer af den kinesiske valuta yuan. Nervøsiteten kulminerede i august hvor markedet faldt kraftigt og gevinsten for året forsvandt.

I årets sidste kvartal var det op til den europæiske centralbank, ECB, at drive markedet opad. I december meddelte ECB-chef Mario Draghi at pengepolitikken lempes yderligere, men hans melding levede ikke op til markedets forventninger og aktiemarkedet sluttede året svagt.

Den amerikanske centralbank hævede renten for første gang i 9 år. Det betyder, at pengepolitikken i verdens to største økonomier divergerer og det bliver interessant, at se hvorledes de finansielle markeder reagerer på dette i 2016.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 7,85 %. Afkastet på benchmark lå på 8,46 %. Forskellen modsvarer omkostningerne i afdelingen.

Porteføljens absolutte afkast anses for at være tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger markant under helårsforventningen om et afkast på 14-18 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

De sektorer, der bidrog med det højeste afkast var stabilt forbrug, health care og cyklisk forbrug. Omvendt bidrog sektorerne for materialer, energi og forsyningsvirksomhed med de svageste afkast.

Porteføljen består af ca. 500 enkeltaktier. De aktier, der har leveret det højeste bidrag findes finansaktierne UBS, Axa samt Allianz. Andre store finansaktier som Banco Santander og Standard Chartered Bank har leveret de svageste bidrag. Bidraget er en kombination af den enkelte akties vægt i porteføljen og afkastet på aktien.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 17,6 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 4,4 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 16,7 % i 2015 fra 234,5 mio. kr. primo året til 273,7 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 21,6 mio. kr. Derudover er der overført 17,6 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

De globale aktiemarkeder er startet året meget turbulente, men det er vores forventning, at især de amerikanske og europæiske aktiemarkeder vil finde fodfæste igen og i sidste ende lade sig styre af de fundamentale økonomiske forhold. Og det er vores opfattelse, at disse forhold trods alt ser bedre ud ved starten af 2016 end ved noget Nytår indenfor de seneste 5-8 år. Da aktiernes valuation tilmed er rimelig i forhold til andre aktivklasser er vi fortrøstningsfulde for årets afkast.

Det er forventningen, at afdelingen vil give et afkast på 5-10 % i 2016.

EUROPA INDEKS

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteudgifter	-4	0
2 Udbytter	9.156	5.607
I alt renter og udbytter	9.152	5.607
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	12.543	2.728
Valutakonti	-40	5
Øvrige aktiver/passiver	0	41
4 Handelsomkostninger	-97	-201
I alt kursgevinster og -tab	12.406	2.573
I alt indtægter	21.558	8.180
5 Administrationsomkostninger	-3.021	-2.463
Resultat før skat	18.537	5.717
6 Skat	-918	-1.347
Årets nettoresultat	17.619	4.370
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	17.619	4.370
Disponeret	17.619	4.370

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	357	253
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra DK selskaber	8.054	5.647
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	263.841	227.314
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	598	568
I alt kapitalandele	272.493	233.529
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	205	0
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	263
Aktuelle skatteaktiver	626	472
I alt andre aktiver	831	735
Aktiver i alt	273.681	234.517
Passiver		
10 Medlemmernes formue	273.669	234.478
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	12	39
Passiver i alt	273.681	234.517

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-10,31	16,41	17,53	5,27	7,85
Benchmark afkast (pct.)	-8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	81,43	90,80	103,34	108,79	117,33
Nettoresultat (t.DKK)	-12.256	13.084	20.142	4.370	17.619
Udbytte (DKK pr. andel)	3,75	3,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,09	1,34	1,57	1,34	1,13
Omsætningshastighed (antal gange)	1,09	0,00	0,02	0,019	0,007
Medlemmernes formue (t.DKK)	74.187	129.572	121.379	234.478	273.669
Antal andele, stk.	911.039	1.426.956	1.174.558	2.155.383	2.332.568
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	-0,26	0,84	0,66	0,56
Standardafvigelse	N/A	19,70	14,63	11,38	12,72
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	7,52
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	0,63

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Renteudgifter	-4	0
I alt renteindtægter	-4	0

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	207	52
Not. aktier fra udenlandske selskaber	8.949	5.555
I alt udbytter	9.156	5.607

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	1.888	450
Not. aktier fra udenlandske selskaber	10.625	2.214
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	30	64
I alt fra kapitalandele	12.543	2.728

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-446	-658
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	349	457
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-97	-201

Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-67
Andre honorarer til revisorer	0	6	6	0
Markedsføringsomkostninger	-2.000	0	-2.000	-1.731
Gebyrer til depotselskab	-191	0	-191	-214
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-400	-10	-410	-186
Øvrige omkostninger	-25	-26	-51	-74
Fast administrationshonorar	-347	0	-347	-178
I alt adm.omkostninger	-2.978	-43	-3.021	-2.463

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-101.093	-62.319
Renter og udbytter	9.152	5.606
Rente- og udbytteskat	-1.056	303
Kursgevinst til udlodning	6.194	3.221
Administrationsomkostninger til modregning	-3.021	-2.463
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-7.312	-48.762
Til rådighed for udlodning	-97.135	-104.414
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	3.235	3.321
Tab til modregning i kommende år	-93.901	-101.093

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	99,8	99,8
Øvrige	0,2	0,2
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S	598	568
Aktieandel i Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S (pct.)	3,9	3,9
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger		

Note 10: Medlemmernes formue	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.155.383	234.478	1.174.558	121.379
Emissioner i året	630.570	76.840	1.332.158	145.791
Indløsninger i året	-453.385	-55.268	-351.333	-37.062
Overførsel af periodens resultat		17.619		4.370
I alt medlemmernes formue	2.332.568	273.669	2.155.383	234.478

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	13,4
Cykliske forbrugsgoder	12,3
Energi	6,7
Finans	22,6
Forsyning	3,6
Industri	11,8
Informationsteknologi	4,0
Materialer	6,4
Medicinal og sundhed	14,3
Telekommunikation	4,9
I alt, alle sektorer	100,0

Europa Small Cap

Afdeling Europa Small Cap investerer fortrinsvis i børsnoterede aktier i mindre og mellemstore virksomheder i Europa. Afdelingen investerer i mindst 45 selskaber. De enkelte selskabers markedsværdi må ikke overstige EUR 2 mia. på investeringstidspunktet. Afdelingen har uafdækket valutarisiko.

Afdeling	Europa Small Cap	Årets afkast	38,74 pct.
Benchmark	MSCI Europe Small Cap (i DKK)	Årets benchmark afkast	23,80 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016283211	Startdato ^{*)}	31. marts 1999
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	6	Administrationsomk.	1,57 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★★★	ÅOP	1,98 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i mindre ("small cap") europæiske virksomheder, der som oftest er meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

På trods af spredning af investeringerne på lande, sektorer og selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 6 i 7-trins risikoskalaen. Det er således forbundet med høj risiko at investere i afdelingen.

For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter MSCI Europe Small Cap (i DKK) som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i aktiekurserne på de mindre og mellemstore selskaber, der er noteret på de største aktiemarkeder i Europa.

Særlige risici

De europæiske aktiemarkeder er som andre aktiemarkeder behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte lande, til de enkelte sektorer, som markederne består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko. Markedsrisikoen søges begrænset ved at sprede investeringerne på mindst 45 aktier.

Afdelingen investeringer sker i aktier udstedt i forskellige europæiske valutaer, og der er derfor en direkte valutarisiko mellem danske kroner og primært EUR, GBP, CHF og SEK. Mange af de europæiske selskabers indtjeningssevne, og dermed måling, er desuden påvirket af valutaforholdet især mellem EUR og USD. Afdelingen afdækker ikke valutarisiko.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

2015 var et blandet år for europæiske aktier. Aktiemarkedet steg markant i første halvår, men over sommeren steg nervøsiteten på baggrund af svagere vækst i Kina. Nervøsiteten kulminerede i august hvor markedet faldt kraftigt og gevinsten for året forsvandt.

I årets sidste kvartal var det op til den europæiske centralbank, ECB, at drive markedet opad. I december meddelte ECB-chef Mario Draghi at pengepolitikken lempes yderligere, men hans melding levede ikke op til markedets forventninger og aktiemarkedet sluttede året svagt.

Den amerikanske centralbank hævede renten for første gang i 9 år. Det betyder, at pengepolitikken i verdens to største økonomier divergerer og det bliver interessant, at se hvorledes de finansielle markeder reagerer på dette i 2016.

I Europa har det været et gunstigt år at have fokus på de mindre europæiske selskaber. MSCI Europe Small Cap leverede i 2015 et afkast på 23,8%, mens det brede MSCI Europe indeks måtte nøjes med 8,5%, altså et merafkast for small cap segmentet på hele 15%-point.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 38,7%. Afkastet på benchmarket lå på 23,8%, så afdelingen har outperformat sit benchmark med 14,9 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være yderst tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger markant over helårsforventningen om et afkast på 25-30 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

De følgende selskaber har bidraget mest positivt hhv. negativt til afdelingens performance i 2015:

Banca IFIS er en italiensk finansvirksomhed, som tilbyder ydelser inden for administration af tilgodehavender og misligholdt forbrugsgæld. Selskabet har ligget "under radaren" hos analytikerne i nogen år trods høj stabil vækst, men i 2015 begyndte bl.a. den store italienske investeringsbank Medio Banca dækning af aktien med en købsanbefaling. Bidraget til performance udgjorde 2,80 %.

Patrizia Immobilien er et tysk ejendomsselskab, som er gået fra en forretningsmodel baseret på ejerskab til forvaltningsmodel, hvor ejendomsporteføljer købes på vegne af investorer. Forretningsmodellen betyder, at kvaliteten af Patrizias indtjening forbedres, hvorfor aktien er steget markant. Bidraget til performance udgjorde 2,79 %.

Grenkeleasing AG udbyder IT-leasing til små- og mellemstore virksomheder over det meste af Europa. Aktien har performeret godt hele året på baggrund af voksende nysalg og en forventet positiv effekt af de lave renter i Europa. Bidrag til performance er 1,89 %.

Cambian Group er et engelsk selskab, som er specialiseret i rehabilitering og uddannelse til utilpassede børn og unge i Storbritannien. Selskabet er vokset kraftigt gennem de seneste år, og operationelt har selskabet ikke været rustet godt nok til at følge med efterspørgslen. Det resulterede i en nedjustering i oktober. Bidrag til performance er -0,82 %.

Gerry Weber er et tysk livsstilsselskab, som producerer og sælger modetøj til kvinder gennem wholesale- og detailkanaler. Selskabets ekspansion af detailkanalen er gået dårligere end forventet på grund af svag efterspørgsel. Bidrag til performance er -0,71 %.

Paragon er et engelsk baseret selskab, der forestår ejendomsfinansiering indenfor udlejningsejendomme, er faldet grundet et politisk indgreb vedr. tinglysningsafgiften. Bidrag til performance er -0,69 %.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 600,4 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 151,4 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 101,3 % i 2015 fra 1.330,3 mio. kr. primo året til 2.678,1 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 747,4 mio. kr. Derudover er der overført 600,4 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Vi forventer, at 2016 bliver et år hvor investorerne fortsat vil belønne kvalitetsaktier med høje kapitalafkast og solid profitabilitet. Skulle forventningerne til Europas vækst stige markant kan der dog være mulighed for, at investorernes appetit på risiko vil stige og de vil søge mod f.eks. energisektoren, som ellers har været under pres i 2015. Vi vil fortsat være konsistente og investere i kvalitetsselskaber, hvor opjusteringer er sandsynlige. Vi vil fortsat søge at undgå uigennemskuelige selskaber, hvor markedets forventninger fore-

kommer urealistiske.

Afkastet for afdelingen forventes at blive 5-10 % for hele 2016.

EUROPA SMALL CAP

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	4	122
1 Renteudgifter	-230	-3
2 Udbytter	47.340	27.709
I alt renter og udbytter	47.114	27.828
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	591.650	143.410
3 Afledte finansielle instr.	0	-1
Valutakonti	-219	-982
Øvrige aktiver/passiver	48	65
4 Handelsomkostninger	-1.119	-1.544
I alt kursgevinster og -tab	590.360	140.948
I alt indtægter	637.474	168.776
5 Administrationsomkostninger	-34.339	-15.957
Resultat før skat	603.135	152.819
6 Skat	-2.754	-1.429
Årets nettoresultat	600.381	151.390
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	600.381	151.390
Disponeret	600.381	151.390

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	105.865	9.765
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra DK selskaber	0	2.890
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	2.565.279	1.316.464
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	412	392
I alt kapitalandele	2.565.691	1.319.746
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.236	0
Mellemv. vedr. handelsafv.	3.576	723
Aktuelle skatteaktiver	1.733	738
I alt andre aktiver	6.545	1.461
Aktiver i alt	2.678.101	1.330.972
Passiver		
10 Medlemmernes formue	2.678.089	1.330.313
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	12	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	646
I alt anden gæld	12	659
Passiver i alt	2.678.101	1.330.972

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-14,60	25,38	31,93	14,23	38,74
Benchmark afkast (pct.)	-17,67	27,47	33,40	6,27	23,80
Indre værdi (DKK pr. andel)	173,89	216,39	282,69	322,92	448,04
Nettoresultat (t.DKK)	-19.772	36.850	167.376	151.390	600.381
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	2,25	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,32	1,24	1,21	1,23	1,57
Omsætningshastighed (antal gange)	N/A	0,42	0,42	0,23	0,111
Medlemmernes formue (t.DKK)	108.499	308.518	990.515	1.330.313	2.678.089
Antal andele, stk.	623.941	1.425.732	3.503.924	4.119.612	5.977.399
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	0,05	1,30	1,15	1,27
Standardafvigelse	N/A	20,81	14,73	12,39	13,08
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	94,23
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	3,98

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	4	2
Øvrige indtægter	0	120
Renteudgifter	-230	-3
I alt renteindtægter	-226	119

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra danske selskaber	0	1.135
Not. aktier fra udenlandske selskaber	47.340	26.574
I alt udbytter	47.340	27.709

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	-565	-7.217
Not. aktier fra udenlandske selskaber	592.194	150.583
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	21	44
I alt fra kapitalandele	591.650	143.410
Valutaterminforretninger/futures	0	-1
I alt fra afledte finansielle instrumenter	0	-1

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-4.483	-3.294
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3.364	1.750
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-1.119	-1.544

Note 5: Administrationsomkostninger

Note 5: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-80
Andre honorarer til revisorer	0	-3	-3	0
Markedsføringsomkostninger	-16.050	0	-16.050	-5.403
Gebyrer til depotselskab	-1.332	0	-1.332	-719
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-13.911	-87	-13.998	-7.686
Øvrige omkostninger	-51	-96	-147	-149
Fast administrationshonorar	-2.781	0	-2.781	-1.907
I alt adm.omkostninger	-34.140	-199	-34.339	-15.957

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-182.240	-219.968
Renter og udbytter	47.114	27.828
Rente- og udbytteskat	-3.773	-1.533
Kursgevinst til udlodning	137.315	49.808
Administrationsomkostninger til modregning	-34.339	-15.958
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-61.553	-38.037
Til rådighed for udlodning	-97.475	-197.860
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	37.862	15.620
Tab til modregning i kommende år	-59.614	-182.240

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S	412	392
Aktieandel i Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S (pct.)	2,7	2,7

Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.119.612	1.330.313	3.503.924	990.515
Emissioner i året	2.846.880	1.146.930	1.428.829	423.993
Indløsninger i året	-989.093	-403.750	-813.141	-236.996
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4.215		1.411
Overførsel af periodens resultat		659.995		151.390
I alt medlemmernes formue	5.977.399	2.678.089	4.119.612	1.330.313

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	11,5
Cykliske forbrugsgoder	8,9
Finans	37,8
Forsyning	0,5
Industri	23,0
Informationsteknologi	8,4
Medicinal og sundhed	9,9
I alt, alle sektorer	100,0

Nordamerika Indeks

Afdelingen investerer i børsnoterede aktier og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier, i større nordamerikanske selskaber. Afdelingen skal afspejle det brede nordamerikanske aktieindeks så tæt som muligt, dvs. afdelingen er passivt forvaltet. Ca. 94 pct. er amerikanske aktier og ca. 6 pct. er canadiske aktier. Indekset består af ca. 725 enkeltaktier. Valutarisikoen mod USD og CAD er uafdækket.

Afdeling	Nordamerika Indeks	Årets afkast	9,89 pct.
Benchmark	MSCI North America (i DKK)	Årets benchmark afkast	10,63 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016283997	Startdato ^{*)}	6. september 2000
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	5	Administrationsomk.	1,08 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★★	ÅOP	1,37 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i store amerikanske og canadiske virksomheder. Afdelingen følger en passiv (dvs. indeksorienteret) strategi. Virksomhederne er som oftest meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

På trods af spredning af investeringerne på sektorer og et stort antal selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 5 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter MSCI North America (i DKK) som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i aktiekurserne på det amerikanske og canadiske aktiemarked, og indekset består af ca. 725 enkeltaktier.

Særlige risici

De nordamerikanske aktiemarkeder er som andre aktiemarkeder behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte lande, til de enkelte sektorer, som markederne består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko.

Afdelingen investeringer sker primært i aktier, der er udstedt i USD og CAD, og der er derfor en direkte valutarisiko mellem DKK og USD hhv. CAD. Denne valutarisiko afdækkes ikke.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvo-

lumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

Gennem 2015 fortsatte de globale aktiemarkeder deres gradvise fremgang. Aktiemarkederne lagde dermed finanskrisen fra 2008 yderligere bag sig.

De nordamerikanske aktiemarkeder gav set over hele året et positivt afkast, når det opgøres i danske kroner. Men der var store udsving i løbet af året. Årets første halvdel var meget positive for aktier, men i august måned faldt aktiemarkederne over hele verden markant tilbage.

Flere forhold var årsag hertil: De nærmest paniske kursudsving på de lokale kinesiske aktiemarkeder, Kinas gentagne devalueringer og dertil fornyet fokus på den uendelige græske gældstragedie. Med til historien om Kina hører dog, at det lokale aktiemarkedsindeks, Shanghai Composite Index, igennem flere år lå i niveau 2.000-2.500 for derefter fra november 2014 til juli 2015 at stige med 100% til niveau 5.000. Det er på den baggrund at faldene i 2. halvår 2015 skal ses, og det aktuelle niveau omkring 3.000 er trods alt stadig 50 % højere end de foregående 3-4 år.

Den negative stemning blev dog i et vist omfang modereret af en fornyet lempelse af pengepolitikken i Europa og dertil mere robuste nøgletal fra USA og Europa, end man havde forventet. Men sommerens aktienedtur havde igen understreget, at investorer i aktiemarkeder i emerging markets herunder især Kina er meget afhængige af at disse lande formår at holde den økonomiske vækst på sporet. Brasilien er et eksempel på et land, hvor dette ikke lykkedes i 2015 – og investorerne blev straffet for det.

I Europa gav et meget stimulerende mikstur af lavere oliepris, lavere Euro samt en meget ekspansiv pengepolitik netop det skub til de private forbrug, der fik væksten i Europa til at udvikle sig mere positivt end i mange år. Den europæiske centralbanks stimuli om-

fattede blandt andet en nedsættelse af deposit renten med 0,10 %-point til -0,30 % og en forlængelse af det kvantitative lempelser via obligationsopkøb til juni 2017.

De nordamerikanske aktiemarkeder fulgte det samme mønster som markederne i andre lande omend udsvingene var mindre i USA end hvad man så globalt. Det var reelt kun uroen i Kina i august måned, der for alvor – men kun for en stund – kunne ødelægge den positive stemning i USA. Markedet fokuserede ellers på centralbankens udmeldinger, og da FED endeligt hævede renten i december 2016 var det en såkaldt ikke-nyhed, som markedet tilmed opfattede positivt.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 9,89 %. Afkastet på benchmark lå på 10,63 %. Forskellen modsvarer de omkostninger, som der ligger i afdelingen.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmark anses for at være tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger markant under helårsforventningen om et afkast på 25-30 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Det var især sektorerne informations teknologi, cyklisk forbrug samt health care, der bidrog til afkastet. De dårligst performende sektorer var energi, finans og materialer. Blandt de enkeltaktier, der har bidraget mest til afkast finder man Microsoft, Intel og Facebook. I samme sektor har navne som Apple, Oracle og Qualcomm bidraget med de største negative effekter. Bidraget er en kombination af aktiens vægt i indekset og dens afkast.

Porteføljen indeholder knap 900 enkeltaktier. Det højeste enkelte aktieafkast var på godt 200 % (Zillow Group), mens det største tab i en enkeltaktie var på 88 % (Sunedison).

Det skal noteres, at afkastet i afdelingen og benchmark reelt skyldes valutabevægelser idet den amerikanske dollar er styrket med ca. 12 % over danske kroner igennem året.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 163,7 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 327,5 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 5,0 % i 2015 fra 1.504,5 mio. kr. primo året til 1.429,1 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 239,1 mio. kr. Derudover er der overført 163,7 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er for 2015 foreslået udlodning svarende til 3,10 kr. pr. andel á nom. 100,00 kr. Der udloddes efter ligningslovens § 16C. Det vil sige, at modtagne udbytter, refunderet udbytteskat og realiserede kursgevinster (netto) udloddes efter modregning af årets omkostninger.

Forventninger til 2016

De globale aktiemarkeder er startet året meget turbulente, men det er vores forventning, at især de amerikanske og europæiske aktiemarkeder vil finde fodfæste igen og i sidste ende lade sig styre af de fundamentale økonomiske forhold. Og det er vores opfattelse, at disse forhold trods alt ser bedre ud ved starten af 2016 end ved

noget nytår indenfor de seneste 5-8 år. Da aktiernes valuation tilmed er rimelig i forhold til andre aktivklasser er vi fortrøstningsfulde for årets afkast.

Det er forventningen, at afdelingen vil give et afkast på 5-10 % i 2016.

NORDAMERIKA INDEKS

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	918	24
1 Renteudgifter	-38	-10
2 Udbytter	41.618	30.416
I alt renter og udbytter	42.498	30.430
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	142.229	316.589
Valutakonti	-837	-400
Øvrige aktiver/passiver	232	374
4 Handelsomkostninger	-44	0
I alt kursgevinster og -tab	141.580	316.563
I alt indtægter	184.078	346.993
5 Administrationsomkostninger	-15.848	-15.059
Resultat før skat	168.230	331.934
6 Skat	-4.495	-4.391
Årets nettoresultat	163.735	327.543
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	51.113	0
Overført til udlodning næste år	1.453	0
Overført til medlemmernes formue	111.169	327.543
Disponeret	163.735	327.543

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.115	1.696
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	1.423.218	1.498.842
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	2.725	2.589
I alt kapitalandele	1.425.943	1.501.431
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.992	283
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	1.800
Aktuelle skatteaktiver	34	33
I alt andre aktiver	2.026	2.116
Aktiver i alt	1.429.084	1.505.243
Passiver		
10 Medlemmernes formue	1.429.072	1.504.476
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	12	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	754
I alt anden gæld	12	767
Passiver i alt	1.429.084	1.505.243

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	2,26	12,60	22,27	26,03	9,89
Benchmark afkast (pct.)	3,00	13,44	23,96	27,19	10,63
Indre værdi (DKK pr. andel)	46,37	51,19	62,59	78,88	86,67
Nettoresultat (t.DKK)	47.177	163.396	235.842	327.543	163.735
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	0,00	0,00	3,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,06	1,07	1,15	1,07	1,08
Omsætningshastighed (antal gange)	0,04	0,02	0,02	0,00	0,018
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.371.514	1.912.309	1.308.160	1.504.476	1.429.072
Antal andele, stk.	29.577.321	37.359.347	20.901.928	19.074.099	16.487.926
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	0,09	1,25	1,63	1,26
Standardafvigelse	N/A	15,74	11,89	9,50	10,84
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	2,05
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	0,22

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Øvrige indtægter	918	24
Renteudgifter	-38	-10
I alt renteindtægter	880	14

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra udenlandske selskaber	41.618	30.416
I alt udbytter	41.618	30.416

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra udenlandske selskaber	142.093	316.296
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	136	293
I alt fra kapitalandele	142.229	316.589

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-905	-592
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	861	592
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-44	0

Note 5: Administrationsomkostninger

Note 5: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-11.046	0	-11.046	-6.949
Gebyrer til depotselskab	-493	0	-493	-806
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-2.209	-55	-2.264	-5.761
Øvrige omkostninger	-25	-77	-102	-127
Fast administrationshonorar	-1.915	0	-1.915	-1.390
I alt adm.omkostninger	-15.703	-145	-15.848	-15.059

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-205.726	-357.700
Renter og udbytter	42.498	30.430
Rente- og udbytteskat	-4.492	-4.395
Kursgevinst til udlodning	227.687	103.207
Administrationsomkostninger til modregning	-15.848	-15.059
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	8.447	23.752
Til rådighed for udlodning	52.566	-219.765
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	14.039
Heraf foreslået udlodning	51.113	0
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	1.453	0
Tab til modregning i kommende år	0	-205.726

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	99,8	99,8
Øvrige	0,2	0,2
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S	2.725	2.589
Aktieandel i Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S (pct.)	17,7	17,7
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger		

Note 10: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	19.074.099	1.504.476	20.901.928	1.308.160
Emissioner i året	4.417.989	375.577	5.088.513	333.000
Indløsninger i året	-7.004.162	-616.337	-6.916.342	-465.520
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.621		1.293
Overført til udlodning næste år		1.453		0
Foreslået udlodning		51.113		0
Overførsel af periodens resultat		111.169		327.543
I alt medlemmernes formue	16.487.926	1.429.072	19.074.099	1.504.476

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	9,3
Cykliske forbrugsgoder	14,7
Energi	7,0
Finans	18,2
Forsyning	3,0
Industri	8,9
Informationsteknologi	18,6
Materialer	3,2
Medicinal og sundhed	14,5
Telekommunikation	2,6
I alt, alle sektorer	100,0

Afdelingen investerer fortrinsvis i japanske aktier og andre japanske værdipapirer, der kan sidestilles med aktier. For at sikre en høj risiko-spredning fordeles investeringerne på mellem 80 og 100 mid- og large-cap selskaber. Investeringerne sker med fokus på aktieudvælgelsen, dvs. med fokus på selskaber, der er særligt positive forventninger til. Afdelingen har uafdækket valutarisiko mod JPY.

Afdeling	Japan Hybrid	Årets afkast	24,74 pct.
Benchmark	TOPIX (i DKK)	Årets benchmark afkast	24,68 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016283484	Startdato ¹⁾	12. maj 1999
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ²⁾	6	Administrationsomk.	1,53 pct.
Morningstar rating [1-5] ³⁾	★★★★	ÅOP	2,53 pct.

¹⁾ Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

²⁾ Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i store og mellemstore japanske virksomheder. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Virksomhederne er som oftest meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

På trods af spredning af investeringerne på sektorer og et stort antal selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 6 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter TOPIX (i DKK) som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i de ca. 1.600 selskaber, der er noteret på sektion 1, der er sektionen for de største selskaber på den japanske aktiebørs i Tokyo.

Særlige risici

Det japanske aktiemarked er som andre aktiemarkeder behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte sektorer, som markedet består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko.

Afdelingens investeringer sker i aktier og andre lignende værdipapirer, der er udstedt i JPY, og der er derfor en direkte valutarisiko mellem DKK og JPY. Denne valutarisiko afdækkes ikke.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det for-

ventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

Det japanske aktiemarked var igennem 2015 meget volatilt men med en grundlæggende positiv undertone. I årets første halvdel nød markedet – som de øvrige globale aktiemarkeder – godt af den positive stemning, der opstod efter den europæiske centralbank gennemførte sin pengepolitiske lempelse. Faldet i olieprisen, våbenhvilen i Ukraine og relativ ro omkring Grækenlands gæld betød af de japanske pensionskasser øgede deres allokering mod aktier herunder japanske aktier.

Efter sommerferien faldt markedet dog tilbage til niveauet fra årets start, drevet af generel bekymring for væksten i emerging markets økonomierne herunder især Kina, der har stor betydning for den japanske eksport. Usikkerhed omkring den lurende amerikanske rente gjorde ikke stemningen bedre. Mod årets slutning steg markedet igen, da der skabtes en vis afklaring om renten i USA efter centralbankens beslutning om at hæve renten.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 24,74 %. Afkastet på benchmarket lå ligeledes på 24,68 % (begge afkast er opgjort i danske kroner). Afdelingen har dermed performeret helt på niveau med sit benchmark. Det skal bemærkes, at halvdelen af afkastet opgjort i danske kroner skyldes valutabevægelser, idet den japanske yen er steget med ca. 12 % overfor danske kroner i løbet af året.

Porteføljens absolutte afkast anses som yderst tilfredsstillende, mens det relative afkast i forhold til benchmark anses for at være tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger på niveau med helårsforventningen om et afkast på 25-30 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljens performance har været positivt påvirket af såvel sektorallokeringen som af det enkelte aktievalg. På sektorsiden har overvægt indenfor præcisionsinstrumenter og farmaceutiske produkter bidraget positivt. I begge sektorer er investeringerne sket i vækstaktier indenfor small-og mid cap segmentet. Disse investeringer tager sit udgangspunkt i porteføljerådgiverens tematiske fokus på Abenomics, dvs. investering i sektorer, der vurderes at nyde godt af regeringens vækstpolitik.

En overvægt i maskinsektoren trak ned i performance, i det den japanske industri ikke investerede så kraftigt som det var ventet. En undervægt i sektoren for landtransport trak ligeledes ned i performance.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 51,9 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 10,8 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 17,36 % i 2015 fra 223,4 mio. kr. primo året til 262,2 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoemissioner for i alt 13,1 mio. kr. Derudover er der overført 51,9 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Afdelingens rådgiver DIAM i Tokyo forventer, at aktiemarkedet i Japan vil handle i et relativt snævert kursinterval igennem 2016. Der er valg til Overhuset i Japan i juli 2016, og rådgiver forventer, at den japanske regering vil strække sig langt for at undgå en større nedadgående korrektion i aktiemarkedet inden dette valg. Det betyder med andre ord, at der i tilfælde af aktieuro kan forventes politiske tiltag i form af stimuli for at holde markedet oppe. Omvendt vil den amerikanske rentestigningscyklus formentlig lægge en vis begrænsning på stigende aktiekurser.

Rådgiver ser fortsat mange attraktive investeringsmuligheder bl.a. i vækstaktier inden for selvstyrende biler, teknologi baseret på kunstig intelligens samt biotek. Efter det omtalte valg forventer rådgiver at det japanske marked vil kunne fastholde sin positive trend og vil kunne out performe de øvrige aktiemarkeder fra de udviklede lande. Det skyldes at værdiansættelsen (de såkaldte "multipler") af japanske aktier fortsat er lav relativt set.

Mere generelt fastholder rådgiver sin tro på, at *Abenomics* vil virke støttende for økonomien og aktiemarkedet i de kommende år.

Det er forventningen, at afdelingen opnår et afkast på 5-10 % i 2016.

JAPAN HYBRID

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteudgifter	-24	0
2 Udbytter	3.467	3.656
I alt renter og udbytter	3.443	3.656
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	53.913	13.538
3 Afledte finansielle instr.	131	59
Valutakonti	525	273
Øvrige aktiver/passiver	-84	-17
4 Handelsomkostninger	-1.616	-1.530
I alt kursgevinster og -tab	52.869	12.323
I alt indtægter	56.312	15.979
5 Administrationsomkostninger	-3.865	-4.657
Resultat før skat	52.447	11.322
6 Skat	-520	-548
Årets nettoresultat	51.927	10.774
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	51.927	10.774
Disponeret	51.927	10.774

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	10.977	330
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	253.223	219.816
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	91	86
I alt kapitalandele	253.314	219.902
11 Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	47	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	185	0
Mellemv. vedr. handelsafv.	606	3.197
I alt andre aktiver	791	3.197
Aktiver i alt	265.129	223.429
Passiver		
10 Medlemmernes formue	262.204	223.416
Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	47	0
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	2.865	0
I alt anden gæld	2.878	13
Passiver i alt	265.129	223.429

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-14,76	-0,22	31,42	1,93	24,74
Benchmark afkast (pct.)	-9,82	6,30	21,53	9,88	24,68
Indre værdi (DKK pr. andel)	60,65	58,55	76,95	78,44	97,84
Nettoresultat (t.DKK)	-109.907	1.836	23.205	10.774	51.927
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	2,00	2,11	1,96	1,96	1,53
Omsætningshastighed (antal gange)	1,628	1,353	1,315	1,311	1,258
Medlemmernes formue (t.DKK)	163.819	79.147	190.301	223.416	262.204
Antal andele, stk.	2.701.118	1.351.751	2.473.077	2.848.422	2.680.016
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	-0,42	0,49	0,46	0,51
Standardafvigelse	N/A	17,09	16,05	14,42	15,36
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	74,29
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	6,18

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Renteudgifter	-24	0
I alt renteindtægter	-24	0

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra udenlandske selskaber	3.467	3.656
I alt udbytter	3.467	3.656

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra udenlandske selskaber	53.908	13.528
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	5	10
I alt fra kapitalandele	53.913	13.538
Aktieterminer/futures	131	59
I alt fra afledte finansielle instrumenter	131	59

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-2.038	-1.968
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	422	438
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-1.616	-1.530

Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-1.882	0	-1.882	-1.352
Gebyrer til depotselskab	-164	0	-164	-159
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.402	-10	-1.412	-2.715
Øvrige omkostninger	-28	-25	-53	-52
Fast administrationshonorar	-326	0	-326	-353
I alt adm.omkostninger	-3.817	-48	-3.865	-4.657

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-168.692	-153.478
Renter og udbytter	3.443	3.656
Rente- og udbytteskate	-520	-548
Kursgevinster til udlodning	38.865	6.046
Administrationsomkostninger til modregning	-3.865	-4.656
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	10.918	-23.933
Til rådighed for udlodning	-119.851	-172.913
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	3.785	4.221
Tab til modregning i kommende år	-116.066	-168.692

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	91	86
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	0,6	0,6
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger		

Note 10: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.848.422	223.416	2.473.077	190.301
Emissioner i året	861.816	78.958	1.340.347	94.957
Indløsninger i året	-1.030.222	-92.532	-965.002	-72.934
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		435		318
Overførsel af periodens resultat		51.927		10.774
I alt medlemmernes formue	2.680.016	262.204	2.848.422	223.416

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	6,6
Cykliske forbrugsgoder	21,3
Energi	0,8
Finans	12,1
Forsyning	1,2
Futures Japanske aktier	1,7
Industri	15,4
Informationsteknologi	14,3
Materialer	6,9
Medicinal og sundhed	18,6
Telekommunikation	1,1
I alt, alle sektorer	100,0

Emerging Market Equities (Mondrian)

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier, i emerging market lande. Afdelingen kan til lige investere i selskaber noteret på børser i udviklingslande i det omfang, at disse selskaber i overvejende grad er eksponeret mod emerging market lande. Afdelingens portefølje skal være placeret i minimum 40 selskaber fordelt på flere forskellige regioner og lande. Valutarisiko mod DKK afdækkes ikke.

Afdeling	Emerging Market Equities (Mondrian)	Årets afkast	-6,39 pct.
Benchmark	MSCI Emerging Markets Eq. (i DKK)	Årets benchmark afkast	-5,02 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016283807	Startdato ^{*)}	26. juni 2000
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	6	Administrationsomk.	2,07 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★★	ÅOP	2,57 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i store og mellemstore virksomheder i de nye udviklede lande (Emerging Markets). Afdelingen følger en aktiv strategi. Virksomhederne er ofte meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi – også uden for deres egen region. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kursene på afdelingens aktieinvesteringer.

Investering i aktieklassen har historisk været anset for at være mere risikofyldt end aktier fra de udviklede lande, men dette er ikke længere tilfældet jf. placeringen på risikoindekset.

På trods af spredning af investeringerne på sektorer og et stort antal selskaber må investor være forberedt på, at kursen på afdelingens beviser kan svinge markant på kort sigt. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 6 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter MSCI Emerging Markets Eq. (i DKK) som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i 21 af de største og mest likvide Emerging Markets lande.

Særlige risici

Aktiemarkedene i de nyudviklede lavindkomstlande - de såkaldte Emerging Markets lande - er som alle andre aktiemarkeder verden over behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte lande og sektorer, som markedet består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko. Den politiske risiko i emerging marketers landene er en del af den samlede markedsrisiko.

Afdelingens investeringer sker i aktier, der er udstedt i et bredt udsnit af lokale valutaer, og der er derfor en direkte valutarisiko mel-

lem DKK og de pågældende lokale valutaer. Mange Emerging Markets valutaer reagerer sammen med USD i forhold til DKK.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset, men dog mere relevant end på de meget veludviklede aktiemarkeder. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Investering i Emerging Markets aktier medfører et behov for at etablere depoter i de lande, hvori der investeres. Dermed er afdelingen udsat for en løbende politisk risiko for at de lokale myndigheder ikke overholder indgåede aftaler om f.eks. beskatning. I 2012 har denne afdeling således haft problemer med de indiske myndigheder i forbindelse med indeholdt skat ved salg af indiske aktier. Problemet er nu løst uden negativ effekt for afdelingen, men det understreger, at den politiske risiko er aktuel på visse markeder.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

Det har været et udfordrende år for aktivklassen og for afdelingens portefølje. Året startede ellers positivt og frem til april var aktivklassen steget med 19 % (i DKK) drevet af eufori i Kina. Herefter vendte strømmen dog. Men som så ofte før opstod er bekymring om de kinesiske væksttal og omkring de urealistiske stigninger, som de lokale kinesiske aktiemarkeder havde været igennem. Denne bekymring satte sig spor i de øvrige emerging markeds landes aktiemarkeder især de lande, der er afhængige af råvareeksport til stadig faldende verdensmarkedspriser.

Blandt sidstnævnte var det Brasilien og Sydafrika, der blev ramt idet der blev rejst spørgsmål omkring landenes gældssituation. Da Brasilien i juli måned reviderede deres budgetudsigter blev landet straffet af ratingbureauet S&P, der satte landet økonomi på så-

kaldt "negativt outlook". I september mistede Brasiliens statsgæld sin status som investment grade. Også Sydafrika blev nedjusteret af Moody's til "negativt outlook" efter at landet havde skiftet finansminister tre gange på fire måneder.

Omkring sammensætningen af markedet (udtrykt ved benchmarket MSCI Emerging Markets) skal det bemærkes, at de asiatiske lande nu udgør hele 72 % af indekset.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til -6,39 % mod et afkastet på benchmarket på -5,02 %. Afdelingen har dermed underperformat med 1,37 %-point, hvilket svarer til omkostningerne i afdelingen.

Porteføljens absolutte og relative afkast anses som værende acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger markant under helårsforventningen om et afkast på 10-15 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljen har igennem året været godt allokeret i forhold til valg af lande og sektorer. Overvægte i Indien og Mexico har bidraget positivt til performance, men dog har undervægte til Rusland og Korea givet mindre negative bidrag til performance.

Valutamæssigt har undervægte til den relativt stabile kinesiske renminbi (også kaldet yan) og den koreanske won samt overvægt til den tyrkiske lira bidraget negativt. Omvendt har overvægt i de mellemøstlige valutaer og en undervægt til den meget svækkede sydafrikanske rand bidraget positivt.

Men den helt store synder i forhold til performance har været det enkelte aktievalg – eller rettere det enkelte fravalg. Således har fravalget af nogle enkelte stærkt stigende aktier som Tencent og Naspers alene givet et negativt performancebidrag på 150 bp i forhold til benchmark.

Også en del af de aktier, der rent faktisk lå i porteføljen, har skuffet. Dette gælder f.eks. de brasilianske aktier som CCR, CPFL, Ecorodovias, der alle bærer rundt på stor gæld og dermed blev ramt af de stigende renter i landet. Også mineselskabet Vale blev ramt af faldende priser på jernmalm.

Porteføljens taiwanesiske selskab Mediatek tabte 39 % i værdi efter en profit warning grundet faldende salg af smartphones i Kina og øget konkurrence fra selskaberne Qualcomm og Spreadtrum.

I Malaysia faldt kursen på bankaktien AMMB, da investorerne mistede tilliden til landets finansielle sektor: Det hjalp ikke AMMB aktien, at landets statsminister blev ramt af en politisk skandale, der havde forbindelser til en konto i netop AMMB.

Blandt de stærkeste positive bidrag fandt man SAB Miller, der var blev udsat for en take-over fra AB-InBev. Også den mexicanske lufthavnsoperator GAP steg hjulpet på vej af stærkt stigende trafik fra et antal nye ruter. Qatar Electric & Water steg med 34% og fik dermed belønning for flere års stabil indtjeningsvækst. Et par store selskaber i MSCI EM indekset i Indien (Infosys og HDFC) bidrog også meget positivt til såvel absolut som relativt afkast. Endelig fik porteføljen flotte afkast positioner i selskaberne Unilever og Mindray, der ikke er en del af benchmarket.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 7,9 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 53,2 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 90,8 % i 2015 fra 600,4 mio. kr. primo året til 55,3 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 553,0 mio. kr. Derudover er der overført 7,9 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

De udfordringer, der var gældende i 2015, er fortsat aktuelle ved indgangen til 2016. Det er ganske enkelt svært at fastholde troen på, at landene i emerging markets vender tilbage til det seneste ti års høje vækstrater.

Ikke desto mindre – eller måske netop derfor – er det rådgivers holdning, at man via en selektiv og disciplineret investeringsstrategi kan finde fundamentalt sunde og enkle selskaber, som er undervurderede. Det er netop den type af value aktier i emerging markets universet, der har rådgivers fokus.

Porteføljen har ved indgangen til 2016 en udbytteprocent ("dividend yield") på over 4 %, og selskaberne har potentiale til at øge denne udbytteprocent yderligere selv i et økonomisk miljø med lavere vækst. Efter en femårs periode, hvor value aktier har underperformat vækstaktier anser rådgiver downside for value aktier som værende begrænset.

Det er forventningen, at afdelingen opnår et afkast på 5-10 % i 2016.

EMERGING MARKET EQUITIES (MONDRIAN)

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	51	22
1 Renteudgifter	-17	0
2 Udbytter	18.830	23.152
I alt renter og udbytter	18.864	23.174
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	-1.803	45.797
3 Afledte finansielle instr.	-25	-10
Valutakonti	836	-531
Øvrige aktiver/passiver	-269	209
4 Handelsomkostninger	-291	-964
I alt kursgevinster og -tab	-1.552	44.501
I alt indtægter	17.312	67.675
5 Administrationsomkostninger	-8.821	-11.976
Resultat før skat	8.491	55.699
6 Skat	-626	-2.537
Årets nettoresultat	7.865	53.162
Resultatdisponering:		
7 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	7.865	53.162
Disponeret	7.865	53.162

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.763	5.607
Kapitalandele:		
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	52.042	592.781
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	1.544	1.467
I alt kapitalandele	53.586	594.248
Andre aktiver:		
Tilg. hav. renter, udbytter m.m.	158	397
Mellemv. vedr. handelsafv.	4.612	171
I alt andre aktiver	4.770	568
Aktiver i alt	61.119	600.423
Passiver		
10 Medlemmernes formue	55.300	600.411
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	363	12
Mellemv. vedr. handelsafv.	5.456	0
I alt anden gæld	5.819	12
Passiver i alt	61.119	600.423

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-11,32	18,75	-11,71	11,00	-6,39
Benchmark afkast (pct.)	-15,92	16,86	-6,82	11,18	-5,02
Indre værdi (DKK pr. andel)	92,71	110,09	95,68	106,20	99,42
Nettoresultat (t.DKK)	-318.909	131.544	-101.390	53.162	7.865
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,75	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	2,14	2,02	2,04	2,01	2,07
Omsætningshastighed (antal gange)	0,17	0,23	0,21	0,25	0,168
Medlemmernes formue (t.DKK)	776.786	787.733	727.094	600.411	55.300
Antal andele, stk.	8.378.350	7.155.632	7.599.515	5.653.369	556.239
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	0,17	0,84	0,42	-0,01
Standardafvigelse	N/A	19,92	15,30	12,33	13,78
Active Share	N/A	N/A	N/A	N/A	95,26
Tracking Error	N/A	N/A	N/A	N/A	4,80

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	49	21
Øvrige indtægter	2	1
Renteudgifter	-17	0
I alt renteindtægter	34	22

Note 2: Udbytter

Not. aktier fra udenlandske selskaber	18.830	23.152
I alt udbytter	18.830	23.152

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra udenlandske selskaber	-1.880	45.631
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	77	166
I alt fra kapitalandele	-1.803	45.797
Valutaterminsforsætninger/futures	-25	-10
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-25	-10

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-1.520	-1.622
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.229	658
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-291	-964

Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-3.350	0	-3.350	-3.423
Gebyrer til depotselskab	-536	0	-536	-526
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-3.796	-19	-3.815	-6.872
Øvrige omkostninger	-475	-36	-511	-236
Fast administrationshonorar	-581	0	-581	-893
I alt adm.omkostninger	-8.753	-68	-8.821	-11.976

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 7: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-175.740	-268.401
Renter og udbytter	18.864	23.174
Rente- og udbytteskat	-625	-2.537
Kursgevinst til udlodning	7.169	1.394
Administrationsomkostninger til modregning	-8.821	-11.976
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	141.553	71.067
Til rådighed for udlodning	-17.600	-187.279
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	997	11.540
Tab til modregning i kommende år	-16.603	-175.740

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	97,1	99,8
Øvrige	2,9	0,2
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	1.544	1.467
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	10,0	10,0

Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger

Note 10: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	5.653.369	600.411	7.599.515	727.094
Emissioner i året	159.744	16.187	44.700	4.460
Indløsninger i året	-5.256.874	-571.641	-1.990.846	-185.065
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.478		760
Overførsel af periodens resultat		7.865		53.162
I alt medlemmernes formue	556.239	55.300	5.653.369	600.411

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på lande (pct.)

	31.12.2015
Belgien	0,8
Brasilien	4,0
Cayman Islands	5,3
Danmark	2,9
England	4,7
Forenede Arabiske Emirater	1,6
Hong Kong	6,9
Indien	7,5
Indonesien	4,5
Italien	0,7
Kina	3,6
Malaysia	6,2
Mexico	4,8

Emerging Market Equities (Mondrian)

Peru	1,3
Qatar	2,9
Rusland	1,4
Schweiz	1,5
Spanien	1,6
Sydafrika	3,2
Sydkorea	8,2
Taiwan	10,8
Thailand	1,6
Tyrkiet	1,7
U.S.A.	11,8
Øvrige	0,5
I alt, alle lande	100,0

Pengemarked

Afdelingen investerer i indskud i kreditinstitutter, i skatkammerbeviser samt i korte obligationer. Investeringerne skal foretages i anfordringsindskud og aftaleindskud med en maksimal løbetid på 12 måneder i danske kreditinstitutter samt i børsnoterede skatkammerbeviser, statsobligationer og realkreditobligationer, denomineret i danske kroner med en maksimal restløbetid på 36 måneder.

Afdeling	Pengemarked	Årets afkast	-0,44 pct.
Benchmark	CIBOR 1 uge -0,25%	Årets benchmark afkast	-0,57 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0060098598	Startdato ^{*)}	13. december 2007
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoinikator [1-7] ^{**)}	1	Administrationsomk.	0,34 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	Ej rated	ÅOP	0,34 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen har medio 2014 ændret sin investeringsprofil, således at den for op til 50 pct. af formuen kan investere i korte obligationer udstedt af stater, realkreditinstitutter og virksomheder efter en aktiv investeringsstrategi. Restløbetiden skal være under 36 måneder. Ratingen på obligationerne skal være minimum investment grade.

Dette skift i profil skete, fordi det i 2014 viste sig nærmest umuligt at placere penge i de danske pengeinstitutter uden at skulle betale negative renter for det.

Afdelingen kan fortsat placere formuen som aftaleindlån i danske pengeinstitutter. Afdelingen placerer midler på aftaleindlån i op til 12 måneder.

Afdelingen kan placere op til 20 pct. af formuen i ét enkelt pengeinstitut udvalgt blandt de 5-6 mest solide af de store danske banker samt op til 10 pct. i ét enkelt pengeinstitut udvalgt blandt de 5-6 mest solide regionale banker.

Afdelingens placering på trin 1 i 7-trins risikoskalaen indikerer, at investeringer i afdelingen er forbundet med lav risiko. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingens benchmark består af CIBOR 1 uge fratrukket 0,25 pct.

Særlige risici

Investering i det danske marked for aftaleindlån er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte pengeinstitutter (dvs. banker og sparekasser), som Afdelingen placerer midler i. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko.

Ved at sprede placeringer på forskellige pengeinstitutter reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risi-

ko, fordi pengeinstitutterne i et vist omfang er indbyrdes afhængige som branche.

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Denne afdeling har ud over den ovenfor nævnte kreditrisiko en vis forretningsmæssig risiko i og med, at investorernes interesse for at placere i pengemarkedet er faldet som følge af de mange krak blandt danske banker de seneste tre år.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

Nationalbanken brugte i årets start med stort held de korte danske renter til at holde den danske krone indenfor det udsvingsbånd, som er udmeldt i forhold til euro'en. Situationen var omvendt af hvad man som dansker er vant til: Efter at Schweiz i januar 2015 havde droppet deres valutabinding til euro'en opstod der i markedet run på den danske krone, fordi investorerne flygtede ud af euro og ind i andre stærke europæiske valutaer. Kronen var et oplagt mål, fordi den er bundet til euro'en omkring en fastlåst centalkurs.

Dette medførte et voldsomt opadgående pres på kronekursen, og Nationalbanken valgte at forsvare kronens stabilitet ved at sænke de korte danske renter. Således blev renten på indskudsbeviser, der bruges til at opsamle ledig kronelikviditet, nedsat til -0,75 % i januar. Denne rente ligger fortsat på det niveau.

Nationalbanken gennemførte desuden en lang række interventioner i valutamarkedet, hvor der blev solgt kroner for valuta. Derved nåede den danske valutareserve op på svimlende 750 mia. kr. i

marts måned. Herefter aftog presset med kronen, og valutareserven er mod årets slutning faldet tilbage til det normale leje omkring 400-500 mia. kr.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til -0,44 %. Afkastet på benchmark lå på -0,57 %, så afdelingen har performet på niveau med benchmark.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger lidt under helårsforventningen om et afkast på 0-1 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Afdelingen kan for op til 50 pct. af formuen kan investere i korte obligationer udstedt af stater, realkreditinstitutter og virksomheder. Restløbetiden på obligationerne skal være under 36 måneder. Ratingen på obligationerne skal være minimum investment grade dvs. BBB- (hos S&P) eller bedre.

Aftaleindlån i pengeinstitutterne skal være med en løbetid op til maksimum 12 måneder.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et underskud på 1,3 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et underskud på 0,2 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 21,8 % i 2015 fra 263,0 mio. kr. primo året til 320,4 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 59,0 mio. kr. Derudover er der overført -1,3 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Det er rådgivers forventning, at ECB vil fastholde renten det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. Det vurderes, at rentekurven kan blive en smule stejlere i løbet af de kommende seks til tolv måneder. Denne stejling forventes at være baseret på stabile korte og svagt stigende lange renter. I Danmark forventes en langsom normalisering af de korte renter i takt med, at Danmarks Nationalbank lykkedes med at svække (stabilisere) kronen.

Afdelingens forventes at give et afkast på mellem -1 % og 1 % i 2016.

PENGEMARKED

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	2.162	1.596
1 Renteudgifter	-428	0
I alt renter og udbytter	1.734	1.596
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-2.113	-1.183
3 Handelsomkostninger	-1	0
I alt kursgevinster og -tab	-2.114	-1.183
I alt indtægter		
	-380	413
4 Administrationsomkostninger	-960	-586
Resultat før skat	-1.340	-173
Skat	0	0
Årets nettoresultat	-1.340	-173
Resultatdisponering:		
5 Foreslået udlodning	0	266
Overført til udlodning næste år	-350	95
Overført til medlemmernes formue	-990	-534
Disponeret	-1.340	-173

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	12.929	8.182
Indestående i andre pengeinstitutter	202.000	151.000
I alt likvide midler	214.929	159.182
Obligationer:		
6,9 Not. obl. fra danske udstedere	101.226	105.944
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.744	1.068
Mellemv. vedr. handelsafv.	2.561	0
I alt andre aktiver	4.305	1.068
Aktiver i alt	320.460	266.194
Passiver		
8 Medlemmernes formue	320.448	263.012
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	12	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	3.169
I alt anden gæld	12	3.182
Passiver i alt	320.460	266.194

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	0,87	-0,14	-0,53	-0,24	-0,44
Benchmark afkast (pct.)	0,67	0,00	-0,18	-0,13	-0,57
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,69	99,79	99,27	99,02	98,48
Nettoresultat (t.DKK)	490	-35	-72	-173	-1.340
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	0,00	0,00	0,10	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,38	0,39	0,55	0,30	0,34
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,151
Medlemmernes formue (t.DKK)	30.457	14.288	11.798	263.012	320.448
Antal andele, stk.	299.522	143.177	118.850	2.656.100	3.253.840
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	N/A	N/A	N/A	-3,10
Standardafvigelse	0,17	0,20	0,13	0,14	0,21

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Indestående i depotselskab	1	0
Indestående i andre pengeinstitutter	7	160
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.154	1.436
Renteudgifter	-428	0
I alt renteindtægter	1.734	1.596

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-2.113	-1.183
I alt fra obligationer	-2.113	-1.183

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-1	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-1	0

Note 4: Administrationsomkostninger

Note 4: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Gebyrer til depotselskab	-39	0	-39	-41
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-719	-11	-730	-436
Øvrige omkostninger	-7	-12	-19	-25
Fast administrationshonorar	-144	0	-144	-58
I alt adm.omkostninger	-924	-36	-960	-586

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 5: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	1.734	1.597
Kursgevinst til udlodning	-2.238	0
Administrationsomkostninger til modregning	-959	-586
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-46	-650
Udlodning overført fra sidste år	95	0
Til rådighed for udlodning	-1.414	361
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	4	0
Heraf foreslået udlodning	0	266
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	0	95
Tab til modregning i kommende år	-350	0

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 8: Medlemmernes formue	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.656.100	263.012	118.850	11.798
Udlodning fra sidste år		-266		0
Ændr. i udbetalt udlodning				
pga. emission/indløsning:		4		0
Emissioner i året	1.607.240	158.780	3.138.100	310.911
Indløsninger i året	-1.009.500	-99.742	-600.850	-59.524
Overført til udlodning næste år		0		95
Foreslået udlodning		0		266
Overførsel af periodens resultat		-990		-534
I alt medlemmernes formue	3.253.840	320.448	2.656.100	263.012

Note 9: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

31.12.2015

Realkreditobligationer	100,0
I alt, alle sektorer	100,0

Mellemlange Obligationer

Afdelingen investerer i danske obligationer. Porteføljens gennemsnitlige optionsjusterede varighed (MOAD) skal normalt variere mellem 2 og 6 år.

Afdeling	Mellemlange Obligationer	Årets afkast	0,33 pct.
Benchmark	EFFAS Danmark 3-5 år	Årets benchmark afkast	0,48 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016015639	Startdato ^{*)}	29. januar 1999
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindikator [1-7] ^{**)}	3	Administrationsomk.	0,42 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★ ★ ★	ÅOP	0,45 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i danske obligationer med lang restløbetid. Dermed er afdelingen udsat for markedsrisiko i form af en risiko på udsving i markedsrenteniveauet. Denne såkaldte renterisiko udtrykkes ved nøgletallet varighed, og i denne afdeling skal den gennemsnitlige varighed ligge på mellem 2 og 6 år. I praksis betyder det, at afdelingens værdi kan falde med op til 6 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling middel, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. Dette indikerer, at investeringer i afdelingen er forbundet med mellem risiko. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter EFFAS Danmark 3-5 år som benchmark. Benchmarket består af danske statsobligationer med en lang restløbetid.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

2015 bød på faldende renter i første kvartal for både danske og tyske 10-årige statsobligationer som følge af den europæiske centralbanks lempelige pengepolitik i starten af året. I løbet af andet kvartal steg renterne kraftigt, således at de 10-årige danske og tyske statsobligationer, oven på en svag positiv udvikling i andet halvår, endte med en mindre rentestigning på omkring 10 bp for året.

De danske realkreditobligationer fik hentet en pæn del af det tabte fra tidligere på året, men nåede ikke helt op på niveau med statsobligationerne.

For første gang i ni år kom der i fjerde kvartal en forhøjelse af de officielle renter i USA, da FED den 16. december hævede målet for den såkaldte FED-funds rente fra 0,00 % til 0,25 %. Rentestigningen var i stor udstrækning forventet af markedet, og efter forhøjelsen har der ikke været de store bevægelser i markedsrenterne.

Modsat udviklingen i USA har ECB ved rentemødet i starten af december sænket renten fra -0,20% til -0,30% og dertil forlænget det igangværende opkøbsprogram af obligationer. Pengepolitikken blev lempet betydeligt mindre end finansmarkederne havde forventet, idet der var ventet en egentlig forøgelse af opkøbsprogrammet. Det medførte en umiddelbar negativ markedsreaktion med kraftigt stigende renter, men mod årets slutning faldt renterne atter.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte i 2,27 % ved udgangen af året, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,63 %.

Den danske valutareserve var i starten af året kraftigt stigende som følge af Danmarks Nationalbanks køb af udenlandsk valuta for at holde kursen stabil overfor EUR. Efter at være steget med 280 mia. til en samlet reserve på 737 mia. mod slutningen af marts, faldt reserven igen da der faldt ro omkring den danske krone igen. Valutareserven udgjorde ved udgangen af året i 435 mia. kr. hvilket anses for at være i det niveau, som Nationalbanken tilstræber.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres 0,33 %. Afkastet på benchmarket lå på 0,48 %, så afdelingen har haft en marginal underperformance i forhold til benchmark.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmark anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger indenfor helårsforventningen om et afkast på mellem -1,3 % og 2,7 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljens absolutte afkast var overvejende drevet af en stejlet rentekurve samt øget volatilitet. Da porteføljen har en markant eksponering overfor konverterbare realkreditobligationer, har den øgede volatilitet nødvendigvis været årsag til et lavere afkast. Den stejle rentekurve, der opstod via faldende korte renter og stigende lange renter, har ligeledes bidraget negativt til porteføljens afkast, eftersom porteføljen har været eksponeret til den lange ende af kurven.

Overvægten af høj kupon realkreditobligationer bidrog positivt til det absolutte afkast.

I relative termer var det såkaldte "carry" bidrag fra den direkte rente højere end benchmarks carry, men grundet en længere varighed i porteføljen end benchmark bidrog kurvekomponenten negativt til det relative afkast. Dertil bidrog en overvægt af realkreditobligationer negativt til det relative afkast, da realkreditspændet blev udvidet og rentevolatiliteten steg.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 0,3 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 7,4 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 10,1 % i 2015 fra 125,2 mio. kr. primo året til 112,5 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 10,0 mio. kr. Derudover er der overført 0,3 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er for 2015 foreslået udlodning svarende til 2,10 kr. pr. andel á nom. 100,00 kr. Der udloddes efter ligningslovens § 16C. Det vil sige, at modtagne udbytter, refunderet udbytteskat og realiserede kursgevinster (netto) udloddes efter modregning af årets omkostninger.

Forventninger til 2016

Forventningen i obligationsmarkedet er, at FED Funds-renten bliver hævet igen til marts 2016, om end det ikke helt kan afvises, at næste rentestigning bliver udskudt yderligere et par måneder.

For så vidt angår ECB, forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. Kun en kraftig stigning i den økonomiske vækst eller inflationen kan ændre på denne forventning. Den stigning, vi indtil nu har set i vækstforventningerne og inflationen, er slet ikke tilstrækkelig og indikerer snarere en rentenedsættelse.

Det er rådgivers vurdering, at rentekurven kan blive en smule stejlere i løbet af de kommende seks til tolv måneder. Denne kurvestejling forventes at være baseret på stabile korte og svagt stigende lange renter. I Danmark forventes en langsom normalisering af de korte renter i takt med, at Danmarks Nationalbank lykkedes med at stabilisere (svække) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til den porteføljesammensætning, som afdelingens rådgiver har implementeret.

Ved uændrede renter og uændret spread mellem stats- og realkreditobligationer ("OAS") har afdelingen et forventet afkast for 2016 ca. 1,6 %. Ved et rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 4,0 % og -2,4 %. Der er ikke antaget ændringer i selve rentestrukturen.

Realkreditspændet er på nuværende tidspunkt på et historisk højt niveau, og en normalisering af spændet vil via overvægten af realkreditobligationer medføre en outperformance ift. benchmark.

MELLEMLANGE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	3.227	4.009
1 Renteudgifter	-8	0
I alt renter og udbytter	3.219	4.009
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-2.377	3.981
3 Handelsomkostninger	-8	-7
I alt kursgevinster og -tab	-2.385	3.974
I alt indtægter	834	7.983
4 Administrationsomkostninger	-485	-565
Resultat før skat	349	7.418
Skat	0	0
Årets nettoresultat	349	7.418
Resultatdisponering:		
5 Foreslået udlodning	2.540	3.031
Overført til udlodning næste år	106	119
Overført til medlemmernes formue	-2.297	4.268
Disponeret	349	7.418

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	228	130
Obligationer:		
6,8 Not. obl. fra danske udstedere	108.714	122.913
6,8 Not. obl. fra udl. udstedere	529	550
I alt obligationer	109.243	123.463
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.265	1.379
Mellemv. vedr. handelsafv.	1.815	218
I alt andre aktiver	3.080	1.597
Aktiver i alt	112.551	125.190
Passiver		
7 Medlemmernes formue	112.539	125.177
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	12	13
Passiver i alt	112.551	125.190

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	7,07	3,98	-0,32	5,81	0,33
Benchmark afkast (pct.)	8,09	1,85	-0,88	2,20	0,48
Indre værdi (DKK pr. andel)	96,72	97,69	92,41	95,00	93,05
Nettoresultat (t.DKK)	10.785	9.576	-976	7.418	349
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	5,00	2,70	2,30	2,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,44	0,41	0,43	0,43	0,42
Omsætningshastighed (antal gange)	0,37	0,50	1,15	0,46	0,785
Medlemmernes formue (t.DKK)	167.686	214.047	129.610	125.177	112.539
Antal andele, stk.	1.733.757	2.190.988	1.402.514	1.317.639	1.209.415
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,58	0,91	0,94	1,18	0,98
Standardafvigelse	3,04	3,16	3,13	3,09	3,09

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	3.203	4.005
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	24	4
Renteudgifter	-8	0
I alt renteindtægter	3.219	4.009

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-2.356	3.984
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-21	-3
I alt fra obligationer	-2.377	3.981

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-11	-11
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-8	-7

Note 4: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Gebyrer til depotselskab	-28	0	-28	-32
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-292	-4	-296	-333
Øvrige omkostninger	-25	-20	-45	-44
Fast administrationshonorar	-88	0	-88	-130
I alt adm.omkostninger	-448	-37	-485	-565

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	3.219	4.010
Kursgevinst til udlodning	-64	-137
Administrationsomkostninger til modregning	-485	-565
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-143	-189
Udlodning overført fra sidste år	119	31
Til rådighed for udlodning	2.646	3.150
Heraf foreslået udlodning	2.540	3.031
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	106	119

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 7: Medlemmernes formue	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.317.639	125.177	1.402.514	129.610
Udlodning fra sidste år		-3.031		-3.787
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		51		-88
Emissioner i året	301.923	28.509	289.420	27.127
Indløsninger i året	-410.147	-38.566	-374.295	-35.148
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		49		45
Overført til udlodning næste år		106		119
Foreslået udlodning		2.540		3.031
Overførsel af periodens resultat		-2.297		4.268
I alt medlemmernes formue	1.209.415	112.539	1.317.639	125.177

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Finans	12,6
Industri	6,6
Realkreditobligationer	80,4
Statsobligationer	0,4
I alt, alle sektorer	100,0

Lange Obligationer

Afdelingen investerer i danske obligationer. Porteføljens gennemsnitlige optionsjusterede varighed (MOAD) skal normalt variere mellem 4 og 9 år.

Afdeling	Lange Obligationer	Årets afkast	-0,12 pct.
Benchmark	EFFAS Danmark 5-10 år	Årets benchmark afkast	-0,22 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0060046951	Startdato ^{*)}	29. januar 1999
Skattestatus	Udbyttebetalende	Styktørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	3	Administrationsomk.	0,40 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★	ÅOP	0,42 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i danske obligationer med lang restløbetid. Dermed er afdelingen udsat for markedsrisiko i form af en risiko på udsving i markedsrenteniveauet. Denne såkaldte renterisiko udtrykkes ved nøgletallets varighed, og i denne afdeling skal den gennemsnitlige varighed ligge på mellem 5 og 10 år. I praksis betyder det, at afdelingens værdi kan falde med op til 10 pct. hvis renteniveauet stiger med 1 pct.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling middel, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. Dette indikerer, at investeringer i afdelingen er forbundet med mellem risiko. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter EFFAS Danmark 5-10 år som benchmark. Benchmarket består af danske statsobligationer med en lang restløbetid.

Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

2015 bød på faldende renter i første kvartal for både danske og tyske 10-årige statsobligationer som følge af den europæiske centralbanks lempelige pengepolitik i starten af året. I løbet af andet kvartal steg renterne kraftigt, således at de 10-årige danske og tyske statsobligationer, oven på en svag positiv udvikling i andet halvår, endte med en mindre rentestigning på omkring 10 bp for året.

De danske realkreditobligationer fik hentet en pæn del af det tabte fra tidligere på året, men nåede ikke helt op på niveau med statsobligationerne.

For første gang i ni år kom der i fjerde kvartal en forhøjelse af de officielle renter i USA, da FED den 16. december hævede målet for den såkaldte FED-funds rente fra 0,00 % til 0,25 %. Rentestigningen var i stor udstrækning forventet af markedet, og efter forhøjelsen har der ikke været de store bevægelser i markedsrenterne.

Modsat udviklingen i USA har ECB ved rentemødet i starten af december sænket renten fra -0,20% til -0,30% og dertil forlænget det igangværende opkøbsprogram af obligationer. Pengepolitikken blev lempet betydeligt mindre end finansmarkederne havde forventet, idet der var ventet en egentlig forøgelse af opkøbsprogrammet. Det medførte en umiddelbar negativ markedsreaktion med kraftigt stigende renter, men mod årets slutning faldt renterne atter.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte i 2,27 % ved udgangen af året, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,63 %.

Den danske valutareserve var i starten af året kraftigt stigende som følge af Danmarks Nationalbanks køb af udenlandsk valuta for at holde kursen stabil overfor EUR. Efter at være steget med 280 mia. til en samlet reserve på 737 mia. mod slutningen af marts, faldt reserven igen da der faldt ro omkring den danske krone igen. Valutareserven udgjorde ved udgangen af året i 435 mia. kr. hvilket anses for at være i det niveau, som Nationalbanken tilstræber.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres -0,12 %. Afkastet på benchmarket lå på -0,22%, så afdelingen har performet på ni-

veau med sit benchmark.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger indenfor helårsforventningen om et afkast på mellem -4,5 % og 6,3 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljens svagt negative absolutte afkast var overvejende drevet af en stejlet rentekurve samt øget volatilitet. Da porteføljen har en markant eksponering overfor konverterbare realkreditobligationer, har den øgede volatilitet nødvendigvis været årsag til et lavere afkast. Den stejlere rentekurve, der opstod via faldende korte renter og stigende lange renter, har ligeledes bidraget negativt til porteføljens afkast, eftersom porteføljen har været eksponeret til den lange ende af kurven.

Overvægten af højkupon realkreditobligationer bidrog positivt til det absolutte afkast.

I relative termer var det såkaldte "carry" bidrag fra den direkte rente højere end benchmarks carry, men grundet en længere varighed i porteføljen end benchmark bidrog kurvekomponenten negativt til det relative afkast. Dertil bidrog en overvægt af realkreditobligationer negativt til det relative afkast, da realkreditspændet blev udvidet og rentevolatiliteten steg.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et underskud på -0,6 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 12,5 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 2,89 % i 2015 fra 130,9 mio. kr. primo året til 134,7 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 9,2 mio. kr. Derudover er der overført -0,6 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er for 2015 foreslået udlodning svarende til 3,50 kr. pr. andel á nom. 100,00 kr. Der udloddes efter ligningslovens § 16C. Det vil sige, at modtagne udbytter, refunderet udbytteskat og realiserede kursgevinster (netto) udloddes efter modregning af årets omkostninger.

Forventninger til 2016

Forventningen i obligationsmarkedet er, at FED Funds-renten bliver hævet igen til marts 2016, om end det ikke helt kan afvises, at næste rentestigning bliver udskudt yderligere et par måneder.

For så vidt angår ECB, forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. Kun en kraftig stigning i den økonomiske vækst eller inflationen kan ændre på denne forventning. Den stigning, vi indtil nu har set i vækstforventningerne og inflationen, er slet ikke tilstrækkelig og indikerer snarere en rentenedsættelse.

Det er rådgivers vurdering, at rentekurven kan blive en smule stejlere i løbet af de kommende seks til tolv måneder. Denne kurvestejling forventes at være baseret på stabile korte og svagt stigende lange renter. I Danmark forventes en langsom normalisering af de korte renter i takt med, at Danmarks Nationalbank lykkedes med at stabilisere (svække) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til den porteføljesammensætning, som afdelingens rådgiver har implementeret.

Ved uændrede renter og uændret spread mellem stats- og realkreditobligationer ("OAS") har afdelingen et forventet afkast for 2016 ca. 2%. Ved et rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 10% og -6%. Der er ikke antaget ændringer i selve rentestrukturen. Realkreditspændet er på nuværende tidspunkt på et historisk højt niveau, og en normalisering af spændet vil via overvægten af realkreditobligationer medføre en outperformance ift. benchmark.

LANGE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	3.641	4.264
1 Renteudgifter	-7	0
I alt renter og udbytter	3.634	4.264
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-3.678	8.810
3 Handelsomkostninger	-3	-6
I alt kursgevinster og -tab	-3.681	8.804
I alt indtægter	-47	13.068
4 Administrationsomkostninger	-540	-553
Resultat før skat	-587	12.515
Skat	0	0
Årets nettoresultat	-587	12.515
Resultatdisponering:		
5 Foreslået udlodning	4.657	4.857
Overført til udlodning næste år	68	63
Overført til medlemmernes formue	-5.312	7.595
Disponeret	-587	12.515

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	513	826
Obligationer:		
6,8 Not. obl. fra danske udstedere	132.154	129.033
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.075	1.033
Mellemv. vedr. handelsafv.	933	0
I alt andre aktiver	2.008	1.033
Aktiver i alt	134.675	130.892
Passiver		
7 Medlemmernes formue	134.662	130.879
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	13
Passiver i alt	134.675	130.892

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	10,89	4,88	-1,27	10,13	-0,12
Benchmark afkast (pct.)	13,87	5,53	-2,40	9,53	-0,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,16	110,77	100,74	105,09	101,20
Nettoresultat (t.DKK)	15.604	6.765	-1.780	12.515	-587
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	8,75	5,50	3,90	3,50
Administrationsomkostninger (pct.)	0,44	0,42	0,46	0,42	0,40
Omsætningshastighed (antal gange)	0,34	0,52	0,58	0,50	0,580
Medlemmernes formue (t.DKK)	157.982	141.675	126.588	130.879	134.662
Antal andele, stk.	1.447.216	1.279.006	1.256.616	1.245.416	1.330.640
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,63	0,90	0,86	1,19	1,00
Standardafvigelse	4,91	5,19	4,89	4,72	4,53

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	3.641	4.264
Renteudgifter	-7	0
I alt renteindtægter	3.634	4.264

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-3.678	8.810
I alt fra obligationer	-3.678	8.810

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-4	-7
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1	1
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-3	-6

Note 4: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Gebyrer til depotselskab	-20	0	-20	-20
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-340	-5	-345	-332
Øvrige omkostninger	-25	-20	-45	-44
Fast administrationshonorar	-102	0	-102	-131
I alt adm.omkostninger	-502	-38	-540	-553

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 5: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	3.634	4.265
Kursgevinst til udlodning	1.507	1.301
Administrationsomkostninger til modregning	-540	-553
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	61	-127
Udlodning overført fra sidste år	63	34
Til rådighed for udlodning	4.725	4.920
Heraf foreslået udlodning	4.657	4.857
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	68	63

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 7: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.245.416	130.879	1.256.616	126.588
Udlodning fra sidste år		-4.857		-6.911
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		53		101
Emissioner i året	165.906	17.394	68.800	6.831
Indløsninger i året	-80.682	-8.236	-80.000	-8.256
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		16		11
Overført til udlodning næste år		68		63
Foreslået udlodning		4.657		4.857
Overførsel af periodens resultat		-5.312		7.595
I alt medlemmernes formue	1.330.640	134.662	1.245.416	130.879

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Finans	9,4
Industri	4,7
Realkreditobligationer	65,0
Statsobligationer	20,9
I alt, alle sektorer	100,0

Kreditobligationer (Euro)

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer denomineret i euro eller i andre europæiske valutaer. Mindst 80 pct. af afdelingens formue skal være investeret i kreditobligationer denomineret i euro. Minimum 90 pct. af afdelingens investeringer i kreditobligationer skal have en kreditvurdering, som er højere end eller lig Baa3 (Moody's) hhv. BBB- (Standard & Poor's) eller tilsvarende minimumsrating fra andre anerkendte ratingbureauer. Porteføljens gennemsnitlige optionsjusterede varighed (MOAD) skal normalt variere mellem 3 og 7 år.

Afdeling	Kreditobligationer (Euro)	Årets afkast	-0,66 pct.
Benchmark	iBoxx Euro Corporate Overall Total Return	Årets benchmark afkast	-0,21 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0060159135	Startdato ^{*)}	1. februar 2009
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindikator [1-7] ^{**)}	3	Administrationsomk.	1,01 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★ ★ ★	ÅOP	1,19 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i kreditobligationer udstedt primært i EUR af europæiske virksomheder. Afdelingen er dermed udsat for markedsrisiko i form af en risiko på udsving i markedsrenteniveauet for kreditobligationer. Denne såkaldte renterisiko udtrykkes ved nøgletallet varighed. I denne afdeling skal den gennemsnitlige varighed ligge mellem 3 og 7 år. I praksis betyder det, at afdelingens værdi kan falde med op til 7 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.

Risikoen ved investering i denne afdeling er middel, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen har siden 1. marts 2014 benyttet iBoxx Euro Corporate Overall Total Return Index som benchmark. Dette benchmark afspejler udviklingen i over 400 kreditobligationer udstedt i EUR.

Særlige risici

Investering i markedet for kreditobligationer er behæftet med den særlige risiko, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på udstedere fra flere geografiske områder, fra mange forskellige brancher og med forskellig type af kreditkvalitet kan den samlede risiko i afdelingen begrænses.

En anden form for markedsrisiko i afdelingen er valutarisiko. Afdelingens obligationer er overvejende udstedt i EUR, og derfor vil forskydninger mellem EUR og danske kroner påvirke afdelingens værdi, der opgøres i DKK. Valutarisikoen mod DKK afdækkes ikke.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktiverens værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

Markedet for Investment Grade har i 2015 oplevet en udvidelse af kreditrentespændet. Det er dette spænd der så at sige udtrykker investorernes krav til merrente i forhold til statsobligationer for at bevæge sig ind i aktivklassen.

Nervøsiteten ovenpå VW-skandalen og usikkerhed vedrørende råvaremarkederne har medført, at spændet til statsobligationer er øget i løbet af årets sidste kvartal. Udstedelser fra nordiske navne har været ramt i mindre udstrækning end udstedelser fra de sydeuropæiske lande. Likviditeten i det sekundære marked er fortsat relativt dårlig. Det sekundære marked er det marked, hvor allerede udstedte obligationer handles mellem to parter. Det primære marked er det marked, der opstår ved nye udstedelser. Det er fortsat muligt at handle alle typer af obligationer, men forskellen på købs- og salgsspriserne (kaldet "bid-offer-spread") er blevet udvidet i løbet af 2015.

Investment Grade-markedet er heller ikke gået fri af den voldsomme reprising, der er set i high-yield markedet efter at olieprisen er faldet kraftigt. Flere amerikanske high yield fonde har måttet stoppe for indløsninger og er efterfølgende blevet lukket helt ned. Risikoen for en afsmittende effekt er fortsat intakt og kan formentlig udløses ved yderligere kraftige olieprisfald.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til -0,66 %. Afkastet på benchmark lå på -0,21 %, så afdelingen har performet på niveau med sit benchmark når der tages højde for omkostningerne.

Porteføljens absolutte afkast anses for at være skuffende, mens det relative afkast i forhold til benchmark anses for at acceptabelt.

Kreditobligationer (Euro)

Det absolutte afkast ligger lidt under helårsforventningen om et afkast på 1-2 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljens afkast har været positivt påvirket af undervægten til råvarefølsomme udstedere samt en generel undervægt til franske udstedere, som har klaret det relativt dårligt i 2015. Overvægten til danske udstedere bidrog ligeledes pænt til det relative afkast.

På den negative side bidrager overvægten til tyske og svenske udstedere negativt, mens også undervægten til italienske udstedere har bidraget negativt.

Det tre største afkastbidrag kommer fra udstedelserne Nykredit 2036, SEB 2026 og Nordea 2020, mens de tre svageste afkastbidrag kommer fra VW 2049, Danske Bank 2049 og TDC 2027.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et underskud på 2,2 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 92,5 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 8,7 % i 2015 fra 347,6 mio. kr. primo året til 317,2 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 4,8 mio. kr. Derudover er der overført -2,2 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er for 2015 foreslået udlodning svarende til 4,50 kr. pr. andel á nom. 100,00 kr. Der udloddes efter ligningslovens § 16C. Det vil sige, at modtagne udbytter, refunderet udbytteskat og realiserede kursgevinster (netto) udloddes efter modregning af årets omkostninger.

Forventninger til 2016

Afdelingens rådgiver, SEB Investment Management, ser på trods af, at kreditspændet er kørt ud ikke den helt store værdi i segmentet, specielt ikke sammenlignet med danske realkreditobligationer. Vi vurderer, at der er risiko for spændudvidelser, hvis den underliggende økonomiske situation forværres, hvis high-yield obligations markedet kommer under fornyet pres eller hvis udstedelsespresset stiger. Derfor er det rådgivers vurdering, at der er mere værdi i danske konverterbare realkreditobligationer end i de fleste andre europæiske kreditobligationer.

Porteføljen er eksponeret således, at den har et forventet afkast for 2016 på ca. 2,3 %. Til sammenligning har benchmark et forventet afkast på 1,4 %. Forklaringen på at porteføljen kan have væsentligt højere forventet afkast end benchmark er den store overvægt til efterstillede obligationer – herunder primært fra skandinaviske udstedere.

Porteføljen har således en profil med obligationer udstedt af relativt godt ratede selskaber, men omvendt med en placeringen i kapitalstrukturen i de valgte selskaber, som er lavere end hvad man ser i benchmarket.

Det er forventningen, at afdelingen giver et afkast på 1-4 % i 2016.

KREDITOBLIGATIONER (EURO)

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	10.828	48.245	Likvide midler:		
1 Renteudgifter	-18	0	Indestående i depotselskab	7.960	875
I alt renter og udbytter	10.810	48.245	Obligationer:		
Kursgevinster og -tab:			6,8 Not. obl. fra danske udstedere	82.978	111.484
2 Obligationer	-9.665	51.706	6,8 Not. obl. fra udl. udstedere	220.929	228.945
Valutakonti	-32	-174	I alt obligationer	303.907	340.429
3 Handelsomkostninger	-18	-32	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	-9.715	51.500	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.381	6.303
I alt indtægter	1.095	99.745	Aktiver i alt	317.248	347.607
4 Administrationsomkostninger	-3.323	-7.278	Passiver		
Resultat før skat	-2.228	92.467	7 Medlemmernes formue	317.236	347.594
Skat	0	0	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	-2.228	92.467	Skyldige omkostninger	12	13
Resultatdisponering:			Passiver i alt	317.248	347.607
5 Foreslået udlodning	13.471	38.903			
Overført til udlodning næste år	295	167			
Overført til medlemmernes formue	-15.994	53.397			
Disponeret	-2.228	92.467			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	2,72	11,77	1,65	7,11	-0,66
Benchmark afkast (pct.)	1,44	14,03	2,23	8,08	-0,21
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,81	120,69	117,15	119,73	105,97
Nettoresultat (t.DKK)	20.599	140.760	31.769	92.467	-2.228
Udbytte (DKK pr. andel)	5,00	5,50	5,50	13,40	4,50
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,54	0,55	0,58	1,01
Omsætningshastighed (antal gange)	0,16	0,19	0,12	0,27	0,319
Medlemmernes formue (t.DKK)	825.804	1.604.581	1.718.390	347.594	317.236
Antal andele, stk.	7.320.204	13.294.633	14.667.978	2.903.174	2.993.508
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	1,49	1,63	N/A	1,25
Standardafvigelse	N/A	4,11	3,96	3,13	3,25

Kreditobligationer (Euro)

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	3.696	18.478
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.132	29.463
Unoterede obligationer	0	304
Renteudgifter	-18	0
I alt renteindtægter	10.810	48.245

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-2.526	14.367
Not. obl. fra udenlandske udstedere	-7.139	36.982
Unot. obligationer	0	357
I alt fra obligationer	-9.665	51.706

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-30	-108
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	12	76
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-18	-32

Note 4: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-1.653	0	-1.653	-652
Gebyrer til depotselskab	-241	0	-241	-548
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-992	-13	-1.005	-3.972
Øvrige omkostninger	-36	-29	-65	-124
Fast administrationshonorar	-331	0	-331	-1.956
I alt adm.omkostninger	-3.268	-55	-3.323	-7.278

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	10.810	48.245
Kursgevinst til udlodning	6.071	95.655
Administrationsomkostninger til modregning	-3.323	-7.279
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	41	-98.868
Udlodning overført fra sidste år	167	1.316
Til rådighed for udlodning	13.766	39.069
Heraf foreslået udlodning	13.471	38.903
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	295	167

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 7: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.903.174	347.594	14.667.978	1.718.390
Udlodning fra sidste år		-38.903		-80.674
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		15.539		8.543
Emissioner i året	1.815.754	197.287	781.652	90.390
Indløsninger i året	-1.725.420	-202.326	-12.546.456	-1.483.142
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		273		1.619
Overført til udlodning næste år		295		167
Foreslået udlodning		13.471		38.903
Overførsel af periodens resultat		-15.994		53.397
I alt medlemmernes formue	2.993.508	317.236	2.903.174	347.594

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	4,1
Cykliske forbrugsgoder	4,6
Energi	9,3
Finans	43,7
Forsyning	8,9
Industri	5,6
Informationsteknologi	3,6
Materialer	6,9
Medicinal og sundhed	2,1
Telekommunikation	7,4
Virksomhedsobligationer	3,8
I alt, alle sektorer	100,0

US High Yield Bonds (Columbia)

Afdelingen investerer fortrinsvis i udenlandske virksomhedsobligationer, som alene kan være udstedt i USD. Udstedere skal desuden være virksomheder. Obligationer udstedt i USD af virksomheder uden for USA ("Yankee-obligationer") må ikke overstige 25 pct. af formuen, og der kan ikke købes obligationer udstedt af virksomheder fra emerging markets. Valutarisikoen i afdelingen afdækkes.

Afdeling	US High Yield Bonds (Columbia)	Årets afkast	-1,70 pct.
Benchmark	ML High Yield Master Cash Pay Constr. (hedged til DKK)	Årets benchmark afkast	-5,51 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0060065829	Startdato ¹⁾	8. februar 2007
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ²⁾	4	Administrationsomk.	1,41 pct.
Morningstar rating [1-5] ³⁾	Ej rated	ÅOP	1,80 pct.

¹⁾ Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

²⁾ Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer efter en aktiv strategi i såkaldte "high yield" obligationer udstedt af nordamerikanske virksomheder. Virksomhederne vil typisk have en kreditvurdering, der ligger under sædvanlige stats- og realkreditobligationer (kaldet "investment grade obligationer"). Denne afdeling kan dog ikke købe high yield obligationer med en rating under Caa (Moody's) eller CCC (S&P). Afdelingen forfølger en aktiv strategi

Det er forbundet med mellem risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 4 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter Merrill Lynch US High Yield Master Cash Pay Constrained hedged til DKK som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i det brede amerikanske kreditobligationsmarked, dvs. uden begrænsninger på kvaliteten af udstedere.

Særlige risici

Markedet for kreditobligationer er som alle andre obligations- og aktiemarkeder behæftet med risici. En kreditobligation prissættes ud fra to renteelementer – en generel markedsrente og et selskabsspecifikt kreditrentespænd. Udviklingen i markedsrenten er en markedsrisiko (renterisikoen), mens kreditspændet afspejler kreditrisikoen, dvs. risikoen for at den enkelte udstedende virksomhed ikke kan tilbagebetale obligationsgælden.

Virksomhedernes evne til at tilbagebetale gælden er naturligt forbundet med deres indtjening og dermed også forbundet med tilstanden i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens obligationsinvesteringer.

Afdelingens investeringer sker alene i obligationer, der er udstedt i USD, og denne risiko afdækkes.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset, men dog mere relevant end på markedet for almindelige stats- og realkreditobligationer. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens obligationsbeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter den volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov. Bl.a. for at begrænse likviditetsrisikoen er afdelingens obligationsportefølje spredt på ca. 200 enkeltpapirer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

2015 blev et udfordrende år for kreditobligationsmarkedet. Dette skyldes først og fremmest de negative effekter af de faldende råvarepriser, hvor især faldet i olieprisen påvirkede kreditmarkedet negativt. Oliesektoren udgør godt nok kun godt 10% af udstedelserne i det amerikanske kreditmarked, men investorernes bekymring for denne sektors evne til at honorere sine gældsforpligtelser smittede af på de øvrige sektorer.

Markedsafkastet for amerikanske high yield obligationer målt ved Merrill Lynch U.S. High Yield, Cash Pay, Constrained Index gav et afkast på -4,52% og underperformede dermed de andre større aktivklasser. De tiårige amerikanske statsobligationer gav et afkast på 0,90%, mens investment grade obligationer målt ved Barclays Aggregate Index gav 0,55% og aktieindekset S&P 500 opgjort i USD gav et afkast på 1,38%.

Indenfor high yield universet var det obligationer med god rating, der klarede sig bedst. BB ratede obligationer gav et afkast på -1,17%, mens B ratede papirer gav et afkast på 4,82% og de dårligst ratede CCC papirer gav et afkast på -15,65%. Markedet for kreditobligationer bliver ofte beskrevet via de rentespænd, som obliga-

US High Yield Bonds (Columbia)

tioner oppebærer i forhold til statsobligationer. I 2015 blev dette spænd generelt udvidet med 194 bp. Som afkastet ovenfor indekser, så oplevede de bedst ratede BB papirer en spændudvidelse på 0,95 bp, mens B ratede papirer fik en spændudvidelse 177 bp og de dårligst ratede papirer med CCC rating blev ramt af en udvidelse af rentespændet på hele 717 bp.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til -1,70 %. Afkastet på benchmark lå på -5,51 %, så afdelingen har outperformat sit benchmark med 3,81 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være yderst tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger under helårsforventningen om et afkast på 4-8 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Afdelingens performance var drevet af overvægte i sektorerne hoteller, kabel og satellit TV, helsecentre, spil, farmaceutiske producenter og teater/underholdning. Også undervægte i sektorerne metaller/minedrift og olieudstyr bidrog til performance.

Overvægte til energijeftersøgning (ex. olie) og undervægte til banker, olieraffinering, engros handel med fødevarer trak performance ned.

De enkelte papirvalg var stærkest i sektorerne energijeftersøgning, telekom, software services samt detail handel indenfor special segmentet. Omvendt bidrog papirvalget indenfor elproduktion og kabel og satellit TV negativt til performance.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et underskud på 37,6 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 32,9 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 79,6 pct. i 2015 fra 824,1 mio. kr. primo året til 1.480,3 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 693,8 mio. kr. Derudover er der overført -37,6 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Det er rådgivers forventning, at 2016 vil byde på de samme grundlæggende udfordringer for markedet som i 2015: Olieprisfald, stigende amerikansk renteniveau og de globale vækstudsigter. Det kommende år vil tilmed byde på yderligere et par udfordringer i form af aftagende pengepolitisk stimulus fra den amerikanske centralbank og geopolitisk uro. Det afgørende spørgsmål er naturligvis om investorerne opnår en passende kompensation (i form af kreditspænd) for disse udfordringer.

Rådgiver forventer, at oliemarkedet i 2016 vil begynde at vise tegn på udfladning af priserne alene af den grund, at udbuddet af olie vil være aftagende, fordi mange oliefelter ikke er rentable på de nuværende prisniveauer. De mest risikobetonede obligationsudstedelser af olievirksomheder handles primo 2016 på et kreditspænd, der modsvarer en sandsynlighed på 34% for default og at der kun er en forventet dividendebetaling på defaulten på 20%.

Bortset fra energisektoren ser rådgiver gode fundamentale udsig-

ter for indtjeningen i størstedelen af de virksomheder, der udsteder kreditobligationer. Den finansielle gearing (virksomhedernes gældsandel) er fortsat generelt lav, og rådgiver anser derfor aktivklassen som attraktiv i forhold til andre obligationsbaserede aktivklasser.

Afkastet for afdelingen forventes at blive 2-6 % for hele 2016.

US HIGH YIELD BONDS (COLUMBIA)

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	69.650	70.981
1 Renteudgifter	-107	-1
I alt renter og udbytter	69.543	70.980
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	32.240	147.944
2 Afledte finansielle instr.	-103.604	-153.302
Valutakonti	-18.742	-12.586
Øvrige aktiver/passiver	91	1.325
3 Handelsomkostninger	-357	-164
I alt kursgevinster og -tab	-90.372	-16.783
I alt indtægter	-20.829	54.197
4 Administrationsomkostninger	-16.722	-21.311
Resultat før skat	-37.551	32.886
Skat	0	0
Årets nettoresultat	-37.551	32.886
Resultatdisponering:		
5 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	-37.551	32.886
Disponeret	-37.551	32.886

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	38.324	21.504
Obligationer:		
6,8 Not. obl. fra udl. udstedere	1.398.243	814.990
8 Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	144	0
Unot. afledte finansielle instrumenter	21.111	0
I alt afledte finansielle instrumenter	21.255	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	23.464	13.205
Mellemv. vedr. handelsafv.	753	0
I alt andre aktiver	24.217	13.205
Aktiver i alt	1.482.039	849.699
Passiver		
7 Medlemmernes formue	1.480.311	824.087
Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	144	0
Unot. afledte finansielle instrumenter	1.571	24.626
I alt afledte finansielle instrumenter	1.715	24.626
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	973
I alt anden gæld	13	986
Passiver i alt	1.482.039	849.699

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	5,02	14,20	4,42	2,40	-1,70
Benchmark afkast (pct.)	4,36	14,51	6,78	2,04	-5,51
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,74	110,09	99,97	97,97	96,31
Nettoresultat (t.DKK)	131.730	480.470	156.596	32.886	-37.551
Udbytte (DKK pr. andel)	10,75	14,75	4,40	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,98	1,97	2,01	1,99	1,41
Omsætningshastighed (antal gange)	0,583	0,574	0,394	0,398	0,354
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.020.594	3.756.255	3.479.373	824.087	1.480.311
Antal andele, stk.	28.298.899	34.120.747	34.805.470	8.411.252	15.370.016
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	0,63	1,68	1,07	0,72
Standardafvigelse	N/A	11,29	7,75	6,50	6,22

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	69.650	70.981
Renteudgifter	-107	-1
I alt renteindtægter	69.543	70.980

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	11	0
Not. obl. fra udenlandske udstedere	32.229	147.944
I alt fra obligationer	32.240	147.944
Valutaterminsforretninger/futures	-103.712	-151.308
Aktieterminer/futures	108	-1.994
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-103.604	-153.302

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-778	-715
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	422	550
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-357	-164

Note 4: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-10.242	0	-10.242	-6.418
Gebyrer til depotselskab	-631	0	-631	-288
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-4.552	-45	-4.597	-13.417
Øvrige omkostninger	-25	-61	-86	-92
Fast administrationshonorar	-1.138	0	-1.138	-1.070
I alt adm.omkostninger	-16.603	-119	-16.722	-21.311

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-30.500	0
Renter og udbytter	69.543	70.979
Kursgevinst til udlodning	-67.738	-94.238
Administrationsomkostninger til modregning	-16.722	-21.310
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-43.358	-3.757
Udlodning overført fra sidste år	0	1.552
Til rådighed for udlodning	-88.775	-46.774
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	23.418	16.274
Tab til modregning i kommende år	-65.357	-30.500

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	98,6	103,1
Øvrige	1,4	-3,1
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Note 7: Medlemmernes formue				
Medlemmernes formue primo	8.411.252	824.087	34.805.470	3.479.373
Udlodning fra sidste år		0		-153.144
Ændr. i udbetalt udlodning				
pga. emission/indløsning:		0		114.261
Emissioner i året	9.250.879	914.373	805.929	79.714
Indløsninger i året	-2.292.115	-225.877	-27.200.147	-2.729.627
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		5.279		624
Overførsel af periodens resultat		-37.551		32.886
I alt medlemmernes formue	15.370.016	1.480.311	8.411.252	824.087

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	4,3
Cykliske forbrugsgoder	15,5
Energi	6,4
Finans	22,2
Forsyning	2,3
Futures Amerikanske aktier	-2,7
Industri	4,7
Informationsteknologi	8,2
Materialer	6,3
Medicinal og sundhed	10,6
Råvarer	8,6
Telekommunikation	13,6
I alt, alle sektorer	100,0

High Yield Bonds (Muzinich)

Afdelingen investerer fortrinsvis i børsnoterede udenlandske kreditobligationer, hvor op til 30 pct. af porteføljens formue skal placeres i obligationer udstedt af europæiske virksomheder. Resten placeres i obligationer udstedt af nordamerikanske virksomheder. Porteføljens optionsjusterede varighed (MOAD) skal være mellem 3,5 og 5,5 år. Valutarisikoen i USD samt andre valutaer end EUR afdækkes.

Afdeling	High Yield Bonds (Muzinich)	Årets afkast	-4,75 pct.
Benchmark	ML Global High Yield, BB-B Constr. (hedged til DKK)	Årets benchmark afkast	-1,89 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016284029	Startdato ^{*)}	25. juni 2002
Skattestatus	Udbyttebetalende	Styktørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	4	Administrationsomk.	1,66 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★ ★ ★	ÅOP	2,17 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i udenlandske kreditobligationer, dvs. obligationer udstedt primært af store udenlandske virksomheder. Afdelingen følger en aktiv strategi.

Afdelingens renterisiko udtrykkes ved varigheden, der skal ligge mellem 3,5 og 5,5 år. Det betyder, at afdelingens formue falder med op til 5,5 % hvis markedsrenteniveauet for denne type kreditobligationer stiger med 1 % point.

Det er forbundet med mellem risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 4 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter Merrill Lynch Global High Yield BB-B Constrained hedged til DKK som benchmark. Dette indeks viser udviklingen i det globale kreditobligationsmarked, for den del af udstedelser, der har en kreditvurdering på B eller bedre.

Særlige risici

Markedet for kreditobligationer er som alle andre obligations- og aktiemarkeder behæftet med risici. En kreditobligation prifsættes ud fra to renteelementer – en generel markedsrente og et selskabsspecifikt kreditrentespænd. Markedsrenten er en markedsrisiko (renterisikoen), mens kreditrentespændet afspejler kreditrisikoen, dvs. risikoen for at den enkelte udstedende virksomhed ikke kan tilbagebetale obligationsgælden.

Virksomhedernes evne til at tilbagebetale gælden er naturligt forbundet med deres indtjening og dermed også forbundet med tilstanden i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens obligationsinvesteringer.

Afdelingens investeringer sker i obligationer, der er udstedt i USD og EUR. Risikoen i USD mod DKK er afdækket, mens valutarisiko mellem EUR og DKK er uafdækket.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset, men dog mere relevant end på markedet for almindelige stats- og realkreditobligationer. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens obligationsbeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter den volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov. Bl.a. for at begrænse likviditetsrisikoen er afdelingens obligationsporteføljens spredt på mere end 250 enkeltpapirer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

De globale kreditobligationsmarkeder opførte sig uensartet igennem 2015. De europæiske kreditobligationer leverede positive afkast på tværs af spektret af udstedertyper og rating, mens udstedelser af virksomheder fra USA og emerging markets leverede mere blandede afkast.

De europæiske udstedelser nød godt af den kvantitative lempelse ("QE"), som blev gennemført af den europæiske centralbank ECB. De europæiske investorer blev således tilskyndet af ECB for at tage risikoaktiver i og med at alternativet – de sikre europæiske statsobligationer – ikke udgjorde et reelt alternativ efter at centralbankkøb i mange tilfælde havde bragt statsrenten ned under 0 %.

Omvendt blev rentemarkederne i USA og emerging markets ramt på "begge sider af kinden" i form af lurende pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank FED og dertil vigende råvarerpriser. Oliepriserne fortsatte deres fald igennem året og OPEC slog fast, at der ikke ville blive skåret i olieproduktionen. Kinas devalueringer i august måned igangsatte bekymringer om tilstanden i den kinesiske økonomi, og dette var med til at lægge et pres også på andre råvarer end olie.

Resultatet blev, at især udstedelser i energisektoren oplevede voldsom udvidelse af kreditspænd, og sektoren leverede derfor meget svage afkast. Også udstedelser indefor kulproduktion og metaller og minedrift skuffede.

De globale kreditmarkeder viste generelt svaghedstegn mod slutningen af året, da stærke nøgletal fra USA bekræftede, at FED ville hæve renten. Dette skete som bekendt den 16. december.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til -4,75 %. Afkastet på benchmarket lå på -1,89 %, så afdelingen har underperformeret sit benchmark med 2,86 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være utilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger under helårsforventningen om et afkast på 2-4 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Afdelingens underperformance skyldes en undervægt af udstedelser fra det Østeuropa samt en overvægt i sektorer som energi, metal og minedrift. I løbet af året reducerede afdelingen sin eksponering mod råvarer. Den nuværende undervægt i råvaresektoren er dog samtidig en potentiel risikofaktor for underperformance fremadrettet hvis råvarepriserne retter sig.

Afdelingen vil fortsat søge at udnytte risikorammerne via fundamental analyse og en "bottom-up" investeringsstrategi snarere end via sektor- eller makrobaserede positioner.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et underskud på 2,4 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 0,6 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 30,2 % i 2015 fra 63,9 mio. kr. primo året til 44,6 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 17,0 mio. kr. Derudover er der overført -2,4 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

2015 var et svært år for investorerne på mange rentemarkeder. Især investorer, der påtog sig for meget risiko eller ramte sektorallokeringen forkert blev straffet hårdt. Afdelingens rådgiver er af den opfattelse, at 2016 udgør et lige så svært investeringsklima med divergerende pengepolitiske retninger i USA i forhold til resten af verden, sivende råvarepriser, en moden kreditsyklus, hvor markedslivilditeten vil blive udfordret og endelig en række geopolitiske hot spots.

Selvom FED påbegyndte sine rentestramninger er renteniveauet forsat meget lavt i USA og Europa. Investorerne må i 2016 nødvendigvis påtage sig risiko, hvis de skal belønnes med blot et moderat afkast. Den mest oplagte kilde til afkast er ifølge rådgiver netop kreditrisiko på high yield udstedelser. Kilden til succes i 2016 skal findes i risikostyring og fundamental analyse.

Afkastet for afdelingen forventes at blive på 2-6 % for hele 2016.

HIGH YIELD BONDS (MUZINICH)

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	3.692	4.928
1 Renteudgifter	-8	-1
I alt renter og udbytter	3.684	4.927
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	1.793	5.161
2 Afledte finansielle instr.	-6.413	-6.190
Valutakonti	-414	-1.714
Øvrige aktiver/passiver	3	100
3 Handelsomkostninger	-84	-72
I alt kursgevinster og -tab	-5.115	-2.715
I alt indtægter	-1.431	2.212
4 Administrationsomkostninger	-927	-1.587
Resultat før skat	-2.358	625
Skat	0	0
Årets nettoresultat	-2.358	625
Resultatdisponering:		
5 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	-2.358	625
Disponeret	-2.358	625

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.123	666
Obligationer:		
6,8 Not. obl. fra udl. udstedere	42.918	63.825
8 Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afledte finansielle instrumenter	14	41
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	712	1.079
Mellemv. vedr. handelsafv.	147	0
I alt andre aktiver	859	1.079
Aktiver i alt	44.914	65.611
Passiver		
7 Medlemmernes formue	44.610	63.935
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afledte finansielle instrumenter	291	1.432
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	231
I alt anden gæld	13	244
Passiver i alt	44.914	65.611

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	1,99	13,62	4,51	0,41	-4,75
Benchmark afkast (pct.)	3,97	17,38	5,67	2,98	-1,89
Indre værdi (DKK pr. andel)	91,53	97,80	84,80	77,45	73,77
Nettoresultat (t.DKK)	42.675	258.559	5.025	625	-2.358
Udbytte (DKK pr. andel)	5,75	17,00	7,80	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,95	2,03	2,18	2,17	1,66
Omsætningshastighed (antal gange)	0,524	0,395	0,281	0,282	0,372
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.018.096	148.628	89.551	63.935	44.610
Antal andele, stk.	22.048.862	1.519.681	1.056.087	825.487	604.717
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	0,48	1,44	0,91	0,46
Standardafvigelse	N/A	11,12	7,64	6,29	6,12

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.692	4.915
Unoterede obligationer	0	13
Renteudgifter	-8	-1
I alt renteindtægter	3.684	4.927

Note 2: Kursgevinster og -tab

Not. obl. fra udenlandske udstedere	1.793	5.167
Unot. obligationer	0	-6
I alt fra obligationer	1.793	5.161
Valutaterminsforretninger/futures	-6.413	-6.190
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-6.413	-6.190

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-115	-116
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	31	44
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-84	-72

Note 4: Administrationsomkostninger

Note 4: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-507	0	-507	-447
Gebyrer til depotselskab	-67	0	-67	-65
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-225	-2	-227	-935
Øvrige omkostninger	-25	-17	-42	-40
Fast administrationshonorar	-56	0	-56	-74
I alt adm.omkostninger	-895	-32	-927	-1.587

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 5: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-1.835	0
Renter og udbytter	3.684	4.927
Kursgevinst til udlodning	-4.997	-6.647
Administrationsomkostninger til modregning	-927	-1.587
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.138	62
Til rådighed for udlodning	-2.937	-3.245
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	745	1.411
Tab til modregning i kommende år	-2.192	-1.835

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,6	102,2
Øvrige	-0,6	-2,2
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 7: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	825.487	63.935	1.056.087	89.551
Udlodning fra sidste år		0		-8.237
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		0		644
Emissioner i året	28.230	2.199	3.300	260
Indløsninger i året	-249.000	-19.242	-233.900	-18.960
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		76		52
Overførsel af periodens resultat		-2.358		625
I alt medlemmernes formue	604.717	44.610	825.487	63.935

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	3,4
Cykliske forbrugsgoder	20,1
Energi	2,1
Finans	11,1
Forsyning	4,0
Industri	10,3
Informationsteknologi	4,5
Materialer	11,9
Medicinal og sundhed	11,7
Råvarer	5,6
Telekommunikation	15,3
I alt, alle sektorer	100,0

US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)

Afdelingen investerer fortrinsvis i high yield virksomhedsobligationer udstedt af amerikanske virksomheder. Obligationerne, som afdelingen investerer i, vil således typisk have en kreditvurdering på Ba1/BB+ eller lavere (hhv. Moody's og S&P). Derudover vil virksomhedsobligationerne have kort løbetid. Afdelingen kan benytte afledte finansielle instrumenter på dækket basis til afdækning af valutarisiko.

Afdeling	US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)	Årets afkast	-3,17 pct. fra 12.03-31.12.2015
Benchmark	Intet benchmark	Startdato ^{*)}	12. marts 2015
Fondskode (ISIN)	DK0060606689	Stykstørrelse	DKK 100,00
Skattestatus	Udbyttebetalende	Noteret	Nasdaq København
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Administrationsomk.	0,99 pct. for 12.03-31.12.2015
Risikoindikator [1-7] ^{**)}	4	ÅOP	1,26 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	Ej rated		

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i udenlandske kreditobligationer, dvs. obligationer udstedt primært af store udenlandske virksomheder. Afdelingen følger en aktiv strategi.

Afdelingens renterisiko udtrykkes ved varigheden, der skal ligge mellem 3,5 og 5,5 år. Det betyder, at afdelingens formue falder med op til 5,5 pct. hvis markedsrenteniveauet for denne type kreditobligationer stiger med 1 pct. point.

Det er forbundet med mellem risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 4 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen har intet benchmark, da der ikke findes et retvisende benchmark med varighedskategori svarende til afdelingen.

Særlige risici

Markedet for kreditobligationer er som alle andre obligations- og aktiemarkeder behæftet med risici. En kreditobligation prisfastsættes ud fra to renteelementer – en generel markedsrente og et selskabsspecifikt kreditrentespænd. Markedsrenten er en markedsrisiko (renterisikoen), mens kreditspændet afspejler kreditrisikoen, dvs. risikoen for at den enkelte udstedende virksomhed ikke kan tilbagebetale obligationsgælden.

Virksomhedernes evne til at tilbagebetale gælden er naturligt forbundet med deres indtjening og dermed også forbundet med tilstanden i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens obligationsinvesteringer.

Afdelingens investeringer sker i obligationer, der er udstedt i USD og EUR. Risikoen i USD mod DKK er afdækket, mens valutarisiko

mellem EUR og DKK er uafdækket.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset, men dog mere relevant end på markedet for almindelige stats- og realkreditobligationer. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens obligationsbeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter denne volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov. Bl.a. for at begrænse likviditetsrisikoen er afdelingens obligationsportefølje spredt på mere end 250 enkeltpapirer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

Siden afdelingens start i marts 2015 har markedet primært fokuseret på de makroøkonomiske nøgletal for væksten i USA samt på timingen og hastigheden af den ventede stramning af den amerikanske pengepolitik. Disse hovedtemaer er blevet garneret af side-temaer som de punktvisse tegn på svaghed i den globale vækst (herunder især i Kina) samt af temaet om de faldende råvarepriser.

De amerikanske nøgletal fortsatte med at vise robusthed igennem året. Især arbejdsmarkedet overraskede på den stærke side. Som ventet endte året med at den amerikanske centralbank, FED, påbegyndte sin process med at normalisere de styrende renter. Rente-forhøjelsen var den første siden 2006. Ved samme lejlighed skruede medlemmerne af rentekomiteen ("FOMC") i FED ned for deres offentlige estimater af de kommende års niveau for de styrende renter. Med andre ord: FED ventes at hæve de styrende renter i de kommende måneder og år, men tempoet bliver afmålt.

Udenfor USA opstod der en uventet pause i det gryende globale økonomiske opsving, især i emerging markets områderne. Kinas devaluering yuan'en, tiltrak sig opmærksomhed og skabte volatilitet på mange finansmarkeder i august måned. Den europæiske centralbank havde allerede ved årets start påbegyndt et massivt opkøbsprogram af obligationer efter amerikansk og japansk forbille-

de.

I et sådan miljø var det forventeligt, at den amerikanske dollar blev styrket. Opgøres dollar efter handelsvægte blev dollaren styrket med 9.3 % igennem året. Mange industrisektorer "gled i olieprisen", der faldt med godt 20 % igennem året. Dette fik kreditspændene i de globale kreditobligationsmarkeder til at udvides. Rentekurven blev marginalt fladere på et højere niveau. De amerikanske statsrenter steg således med 53 bp til 1,04 % i det toårige segment og med 34 bp til 2,27 bp i det tiårige segment.

Fra 2. kvartal blev det amerikanske high yield obligationsmarked ramt af outflow. Det estimeres, at investorerne i alt trak USD 21,7 mia. ud af markedet. Denne negative effekt blev delvis modgået af aftagende mængde af nyudstedelser.

En væsentlig parameter for vurdering af high yield obligation er den såkaldte default rate, der udtrykker den andel af en beholdning af udstedelser, der går i betalingsstandsning over en given periode. Default rate faldt igennem 2015, hvilket afspejler at de virksomheder, der har udstedt obligationerne, generelt er i god økonomisk tilstand. 12 måneders historisk opgjort default rate faldt ifølge JP Morgan således fra 3,0 % til 1,9 %:

Markedets afkast (udtrykt ved BofA Merrill Lynch US High Yield Index) faldt især fra april måned og frem, hvor indeksafkastet kunne opgøres til -7.01 %. Årsagen var som nævnt markedets volatilitet, outflow fra institutionelle investorer og det stigende renteniveau i USA. Resultat kunne aflæses i at kreditspændet mod statsobligationer blev udvidet med 223 bp til 697 bp

Afkastet af high yield obligationer underperformede investment grade obligationer og large cap aktier (BofA Merrill Lynch US Corporate hhv. S&P 500 Indekset) som gav et afkast på -2.83% and 0.43% opgjort i USD.

Opgjort på rating var det de bedst ratede papirer (BB), der klarede sig bedst, mens B-ratede og CCC ratede faldt igennem. Afkastene for de tre grupper af kredit rating var -3.61 %, -7.51 % og -16.50 %.

Opgjort per indsutrisektor var ejendomsfinansiering, der leverede det bedste afkast på 2.27 %, mens energisektoren grundet oliepris-faldet var den svageste sektor med et afkast på -25.37%.

Afkast i 2015

Afdelingens startede sine investeringer den 12. marts. Siden denne dag har afkastet efter alle omkostninger været -3,17 %. Afdelingen har intet benchmark, idet der ikke findes et benchmark, der afspejler afdelingens særlige profil med fokus på kort varighed. Det mest egnede referenceindeks er BofA Merrill Lynch US High Yield Index, der gav et afkast i samme periode på -7,5 %.

Porteføljens absolutte afkast anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger under helårsforventningen om et afkast på 2-4 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Afdelingens portefølje har været sammensat af obligationer med relativt høje rentekuponer og samtidig – naturligvis - en varighed, der er lavere end det generelle markedes varighed. I et negativt marked har denne strategi naturligvis haft en positiv effekt på afkastet

i forhold til det brede markedsaftkast.

Porteføljens er meget bredt sammensat, og ved udgangen af året bestod porteføljen af 321 papirer fra 235 udstedere. 35% af porteføljen havde udløb inden for tre år og de resterende 65 % havde længere løbetid end tre år, men med en forventet indfrielse før tid. Renterisikoen i porteføljen er dermed meget begrænset.

Igennem året har porteføljerådgiveren søgt at forbedre kreditkvaliteten. Således er andelen af BB ratede papirer steget fra 28% til 40% mens andelen af de dårligere ratede CCC-papirer er faldet fra 16 % til 12 %.

De fleste sektorer af udstedere bidrog positivt til afkastet, men det massive negative afkastbidrag fra energisektoren overgik dette. Porteføljens andel af udstedere fra energisektoren blev reduceret fra 9% ved starten i marts til kun 3% ved årets udgang.

På enkeltpapir niveau var den største bidragsyder til afkastet Calumet Specialty Products 9.625% 2020. Andre gode afkast blev nået med papirer fra Petco Animal Supplies, T-Mobile, Casella Waste Systems and Landry's Restaurants. Det største negative bidrag kom fra Linn Energy 8.625% 2020, som kostede porteføljen 21 bp på afkastets. Andre flops var papirer fra Millar Western, Talos Production, EP Energy og Penn Virginia.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et underskud på 19,5 mio. kr. i 2015.

Afdelingens formue er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 628,4 mio. kr. Derudover er der overført -19,5 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er for 2015 foreslået udlodning svarende til 2,00 kr. pr. andel á nom. 100,00 kr. Der udloddes efter ligningslovens § 16C. Det vil sige, at modtagne udbytter, refunderet udbytteskat og realiserede kursgevinster (netto) udloddes efter modregning af årets omkostninger.

Forventninger til 2016

Det er rådgivers opfattelse, at de største risici i high yield markedet skal findes i en nedjustering af udsigterne for den globale vækst og usikkerhed omkring råvarepriserne. Begge dele vil medføre forventninger om højere default rates og dermed ramme kreditspændene. Endelig vil et øget udbud af papirer kunne udgøre en risiko for prisingen af high yield obligationer. Det øgede udbud kan komme fra egentlige nyudstedelser, men også fra såkaldte "fallen angels" dvs. investment grade papirer, der er blevet nedgraderet til high yield segmentet og som dermed forøger udbuddet af high yield papirer.

Rådgiver har den grundopfattelse, at markedets risikoopfattelse er overdreven, og rådgiver er positive for udsigterne for 2016.

Porteføljen er positioneret til at profitere på forventet førtidig indfrielse af en række obligationer. Denne kontantandel vil blive brugt til på opportunistisk basis at tilpasse porteføljen til det rente- og sektormiljø, som måtte opstå igennem 2016.

Det er vores forventning, at afdelingen vil give et afkast på 2-6 % for hele 2016.

US HY BONDS SHORT DURATION (SKY HARBOR)

Resultatopgørelse		Balance	
Note	15.12.2014-31.12.2015 1.000 DKK	Note	31.12.2015 1.000 DKK
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	30.163	Likvide midler:	
1 Renteudgifter	-62	Indestående i depotselskab	26.495
I alt renter og udbytter	30.101	Obligationer:	
Kursgevinster og -tab:		6,8 Not. obl. fra udl. udstedere	567.472
2 Obligationer	-47.799	Unot. obligationer	1.444
2 Afledte finansielle instr.	24.877	I alt obligationer	568.916
Valutakonti	-20.969		
Øvrige aktiver/passiver	55	8 Afledte finansielle instrumenter:	
3 Handelsomkostninger	-81	Unot. afledte finansielle instrumenter	7.338
I alt kursgevinster og -tab	-43.917	Andre aktiver:	
I alt indtægter	-13.816	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	9.612
4 Administrationsomkostninger	-5.653	Mellemv. vedr. handelsafv.	242
Resultat før skat	-19.469	I alt andre aktiver	9.854
Skat	0	Aktiver i alt	612.603
Årets nettoresultat	-19.469	Passiver	
Resultatdisponering:		7 Medlemmernes formue	608.931
5 Foreslået udlodning	12.578	Afledte finansielle instrumenter:	
Overført til udlodning næste år	501	Unot. afledte finansielle instrumenter	1.257
Overført til medlemmernes formue	-32.548	Anden gæld:	
Disponeret	-19.469	Skyldige omkostninger	13
		Mellemv. vedr. handelsafv.	2.402
		I alt anden gæld	2.415
		Passiver i alt	612.603

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015 ¹⁾
Afkast (pct.)	-3,17
Indre værdi (DKK pr. andel)	96,83
Nettoresultat (t.DKK)	-19.469
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,99
Omsætningshastighed (antal gange)	0,252
Medlemmernes formue (t.DKK)	608.931
Antal andele, stk.	6.288.983
Styk størrelse i DKK	100
Sharpe Ratio	N/A
Standardafvigelse	N/A

¹⁾ Startdato 12.03.2015

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015
	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	30.163
Renteudgifter	-62
I alt renteindtægter	30.101

Note 2: Kursgevinster og -tab

Not. obl. fra udenlandske udstedere	-47.760
Unot. obligationer	-39
I alt fra obligationer	-47.799
Valutaterminforretninger/futures	24.877
I alt fra afledte finansielle instrumenter	24.877

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-344
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	263
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-81

Note 4: Administrationsomkostninger

	2015		
	Afdelings- fællesomk.	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-17	0	-17
Markedsføringsomkostninger	-3.197	0	-3.197
Gebyrer til depotselskab	-288	0	-288
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-1.600	-22	-1.622
Øvrige omkostninger	-2	-57	-59
Fast administrationshonorar	-457	0	-457
I alt adm.omkostninger	-5.561	-92	-5.653

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 5: Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	30.101
Kursgevinst til udlodning	-15.231
Administrationsomkostninger til modregning	-5.653
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	3.862
Til rådighed for udlodning	13.079
Heraf foreslået udlodning	12.578
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	501

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	98,7
Øvrige	1,3
I alt	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 7: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele 1.000 DKK	2015 Formue- værdi 1.000 DKK
Emissioner i året	7.805.011	778.324
Indløsninger i året	-1.516.028	-150.947
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.023
Overført til udlodning næste år		501
Foreslået udlodning		12.578
Overførsel af periodens resultat		-32.548
I alt medlemmernes formue	6.288.983	608.931

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Basis forbrugsgoder	4,2
Cykliske forbrugsgoder	20,2
Energi	2,2
Finans	14,4
Forsyning	1,8
Industri	12,8
Informationsteknologi	5,8
Materialer	9,9
Medicinal og sundhed	9,8
Råvarer	6,9
Telekommunikation	12,0
I alt, alle sektorer	100,0

Emerging Market Bond Index

Afdelingen investerer i obligationer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af emerging markets stater, supranationale organisationer og lignende offentlige myndigheder. Afdelingen følger en passiv (indeksbaseret) investeringsstrategi, hvis formål er at skabe et afkast på niveau med afkast af benchmark. Udstedelserne skal være denomineret i USD. Positioner i USD dækkes mod DKK.

Afdeling	Emerging Market Bond Index	Årets afkast	-0,11 pct.
Benchmark	J.P. Morgan EMBI Global Core (i USD)	Årets benchmark afkast	0,45 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0016283567	Startdato ^{*)}	11. november 1999
Skattestatus	Udbyttebetalende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoinikator [1-7] ^{**)}	4	Administrationsomk.	1,11 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★★	ÅOP	1,47 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2014.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i obligationer og andre gældsbeviser udstedt af stater, statsgaranterede organisationer og andre offentlige myndigheder i Emerging Markets landene. Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi.

Det er forbundet med mellem til høj risiko at investere i afdelingen. Dette afspejler sig i afdelingens placering på trin 4 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter J.P. Morgan EMBI Global Core Index (i USD) som benchmark. Indekset omfatter likvide variabelt og fastforrentede obligationer med en volumen på min. USD 1 mia. og en restløbetid på min. 36 måneder. Universet omfatter ca. 50 lande.

Særlige risici

Markedet for emerging markets obligationer er som alle andre obligations- og aktiemarkeder behæftet med risici. Emerging markets obligationer omfatter primært obligationer udstedt af stater fra lavindkomstområder. Obligationerne skal være udstedt i USD, og valutarisikoen mod danske kroner er afdækket.

Emerging markets obligationer prissættes ligesom kreditobligationer ud fra to renteelementer – en generel markedsrente og et udsteder specifikt kreditrentespænd. Udviklingen i markedsrenten er en markedsrisiko (renterisikoen), mens kreditspændet afspejler kreditrisikoen, dvs. risikoen for at den specifikt udstedende stat eller myndighed ikke kan tilbagebetale obligationsgælden.

Stater og virksomhedernes evne til at tilbagebetale gælden er naturligt forbundet med deres evne til at inddrive skatter (eller generere overskud) og dermed også forbundet med tilstanden i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre

finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens obligationsinvesteringer.

Afdelingens valutarisiko mod danske kroner afdækkes.

Likviditetsrisiko er risikoen for ikke at kunne handle afdelingens aktiver til en reel markedspris. Denne risiko vurderes i denne afdeling at være begrænset, men dog mere relevant end på markedet for almindelige stats- og realkreditobligationer. Ledelsen vurderer løbende størrelsen af afdelingens obligationsbeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markedet og sætter den volumen i forhold til det forventede indløsningsbehov. Bl.a. for at begrænse likviditetsrisikoen er afdelingens obligationsportefølje spredt på mere end 250 enkeltpapirer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktiverens værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

Landene i emerging markets oplevede i 2015 svagere økonomisk vækst end forventet. Men trods de mange negative overskrifter og skuffede forventninger til formåede obligationer udstedt af emerging markets lande i hård valuta (typisk USD) at outperforme afkastet af mange andre globale aktivklasser.

Aktivklassen emerging market obligationer udstedt i USD outperformede således f.eks. amerikanske aktier, amerikanske kreditobligationer (både investment grade og high yield), europæisk investment grade obligationer samt de fleste statsobligationer.

De relativt attraktive afkast af aktivklassen blev nået på trods af generelle forhold som vækstafmatning i den udviklede verden og Kina, fald i råvarepriser og strammere pengepolitik i især USA.

Dertil var der særlige landespecifikke forhold, som gjorde sig gældende: Gæld udstedt af Rusland og Ukraine oplevede i 2015 markant indsnævring af kreditspænd for både statsobligationer og virksomhedsobligationer. Omvendt var der flere af de nye emerging markets lande (kaldet "frontier lande") fra Afrika, der blev ramt grundet deres råvareproducerende status. Lande som Mozam-

bique, Zambia og Tanzania oplevede sammen med Irak og Ecuador, at deres kreditspænd blev udvidet med over 200 bp.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til -0,11 %. Afkastet på benchmarket lå på 0,45 %, så afdelingen har performet på linje med sit benchmark, når der tages højde for omkostningerne. Dette er forventeligt i og med, at afdelingen følger en passiv (indeksbaseret) strategi.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger under helårsforventningen om et afkast på 3-5 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Opgjort på udstederland var det obligationer fra Argentina, Rusland og Ukraine, der leverede de højeste afkast. De laveste afkast kom fra udstedelser i Brasilien, Tunesien og Zambia.

Opgjort på udstedertype var det kreditobligationer fra emerging markets lande og statsobligationer fra østeuropæiske lande, der bidrog mest positivt.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et underskud på 1,1 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 25,2 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 0,35 % i 2015 fra 493,9 mio. kr. primo året til 495,7 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 2,8 mio. kr. Derudover er der overført -1,1 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Afdelingen styres efter en passiv strategi, og afkastet vil derfor være bestemt af de generelle forhold, som gælder for gruppen af emerging markets lande. Denne gruppe er dog ganske uhomogen, så visse lande vil f.eks. blive påvirket af råvareprisudviklingen, mens andre lande i højere grad vil være styret af de politiske udvikling eller af renteutviklingen på de udviklede markeder.

Afdelingens benchmark og dermed afdelingens portefølje består af ca. 75% statsobligationer og 25% virksomhedsobligationer. Alle udstedelser er i USD, og valutarisikoen mellem USD og DKK afdækkes af afdelingen, så det er kun det rene obligationsafkast, der har betydning for afdelingens afkast.

Det er vores forventning, at afdelingen vil give et afkast på 2-6 % for hele året 2016.

EMERGING MARKET BOND INDEX

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	30.726	28.838
1 Renteudgifter	-19	0
I alt renter og udbytter	30.707	28.838
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	34.139	66.173
2 Afledte finansielle instr.	-55.688	-60.692
Valutakonti	-4.694	-4.028
Øvrige aktiver/passiver	70	193
3 Handelsomkostninger	-24	-18
I alt kursgevinster og -tab	-26.197	1.628
I alt indtægter	4.510	30.466
4 Administrationsomkostninger	-5.591	-5.286
Resultat før skat	-1.081	25.180
Skat	0	0
Årets nettoresultat	-1.081	25.180
Resultatdisponering:		
5 Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
Overført til medlemmernes formue	-1.081	25.180
Disponeret	-1.081	25.180

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	5.171	7.488
Obligationer:		
6,8 Not. obl. fra udl. udstedere	475.836	493.037
8 Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afledte finansielle instrumenter	6.661	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.751	8.188
Mellemv. vedr. handelsafv.	996	0
I alt andre aktiver	8.747	8.188
Aktiver i alt	496.415	508.713
Passiver		
7 Medlemmernes formue		
495.680	493.918	
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afledte finansielle instrumenter	722	14.782
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	13
Passiver i alt	496.415	508.713

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	4,22	16,11	-7,59	5,47	-0,11
Benchmark afkast (pct.)	7,30	16,55	-6,45	7,60	0,45
Indre værdi (DKK pr. andel)	111,38	129,32	98,99	99,44	99,33
Nettoresultat (t.DKK)	188.059	153.349	-64.825	25.180	-1.081
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	22,00	4,80	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	2,02	1,63	1,15	1,08	1,11
Omsætningshastighed (antal gange)	0,300	0,743	-0,150	0,058	0,085
Medlemmernes formue (t.DKK)	890.066	1.228.613	493.155	493.918	495.680
Antal andele, stk.	7.991.358	9.500.232	4.982.039	4.967.089	4.990.403
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	N/A	0,56	1,07	0,67	0,44
Standardafvigelse	N/A	11,54	8,45	7,71	7,21

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	30.726	28.838
Renteudgifter	-19	0
I alt renteindtægter	30.707	28.838

Note 2: Kursgevinster og -tab

Not. obl. fra udenlandske udstedere	34.139	66.173
I alt fra obligationer	34.139	66.173
Valutaterminsforretninger/futures	-55.688	-60.692
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-55.688	-60.692

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-27	-32
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	14
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-24	-18

Note 4: Administrationsomkostninger

Note 4: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-3.781	0	-3.781	-3.662
Gebyrer til depotselskab	-291	0	-291	-289
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-756	-20	-776	-753
Øvrige omkostninger	-25	-35	-60	-68
Fast administrationshonorar	-655	0	-655	-488
I alt adm.omkostninger	-5.523	-68	-5.591	-5.286

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 5: Til rådighed for udlodning

Fremført tab til modregning	-42.525	0
Renter og udbytter	30.707	28.838
Kursgevinst til udlodning	-56.136	-70.732
Administrationsomkostninger til modregning	-5.591	-5.286
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-625	-1.154
Udlodning overført fra sidste år	0	408
Til rådighed for udlodning	-74.170	-47.926
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	5.560	5.401
Tab til modregning i kommende år	-68.610	-42.525

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	98,8	103,1
Øvrige	1,2	-3,1
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 7: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.967.089	493.918	4.982.039	493.155
Udlodning fra sidste år		0		-23.914
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		0		405
Emissioner i året	330.094	33.289	234.643	23.743
Indløsninger i året	-306.780	-30.764	-249.593	-24.875
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		318		224
Overførsel af periodens resultat		-1.081		25.180
I alt medlemmernes formue	4.990.403	495.680	4.967.089	493.918

Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på lande (pct.)

	31.12.2015
Argentina	4,5
Aserbajdsjan	0,6
Brasilien	3,3
Chile	2,3
Columbia	3,5
Dominikanske Republik	2,6
Egypten	0,7
Ghana	1,4
Indonesien	5,2
Kazakhstan	3,6
Kina	2,5
Letland	0,7
Libanon	3,2
Litauen	1,4
Malaysia	2,5
Marokko	0,7
Mexico	4,9

Panama	1,6
Peru	3,0
Philippinerne	5,6
Polen	4,3
Rusland	5,2
Serbien	1,7
Sri Lanka	1,4
Sydafrika	5,4
Sydkorea	2,9
Tyrkiet	6,0
Ukraine	1,4
Ungarn	4,4
Uruguay	2,2
U.S.A.	3,5
Venezuela	2,3
Vietnam	0,8
Virgin Islands	0,6
Øvrige	4,1
I alt, alle lande	100,0

Investeringspleje Kort

Afdelingen investerer primært i globale børsnoterede obligationer og aktier ud fra en aktiv TAA proces (tactical asset allocation). Hovedandelen placeres på markederne i Europa, USA og Japan. Investeringerne fordeles som udgangspunkt med 78 pct. i obligationer, 18 pct. i aktier og 4 pct. i råvarer. Denne fordeling kan dog afvige, idet afdelingen søger merafkast gennem TAA. Aktieandelen må dog ikke overstige 35 pct. Investeringspleje Kort har en forholdsvis lav risikoprofil, og investeringshorisonten er under 3 år. Afdelingen investerer i andre af foreningens afdelinger eller i andre foreninger eller afdelinger heraf. Afdelingen betaler ikke honorar til rådgivning og distribution for den del af afdelingens formue, som er placeret i andre afdelinger i Foreningen.

Afdeling	Investeringspleje Kort	Årets afkast	0,02 pct.
Benchmark	Sammensat	Årets benchmark afkast	0,23 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0010273523	Startdato ^{*)}	20. februar 2001
Skattestatus	Akkumulerende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindikator [1-7] ^{**)}	3	Administrationsomk.	1,46 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★ ★ ★	ÅOP	1,84 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i flere forskellige aktivtyper. En investering i afdelingens beviser påfører derfor investor en række markedsrisici som renterisiko, aktierisiko, råvarerisiko og valutarisiko. Der er desuden en kreditrisiko på afdelingens investeringer i kreditobligationer.

Samtlige aktivtyper er oftest meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i værdien af afdelingens investeringer, og dermed kursen på afdelingens beviser.

Grundet den store andel af obligationer i afdelingen er risikoen ved at investere i denne afdeling middel, dvs. en placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Der anvendes et sammensat benchmark, som afspejler porteføljens allokering mellem aktier, obligationer og råvarer.

Særlige risici

For hver enkelt aktivtype og dermed risikotype er der fastlagt begrænsninger og krav til spredning, således at den samlede markedsrisiko og selskabsspecifikke risiko er søgt begrænset.

Markedsrisiko søges begrænset via spredning på aktivtyper og selskabsspecifik risiko søges begrænset via spredning på flere enkeltaktier eller obligationer eller via brug af investeringsforeningsafdelinger.

F.eks. skal der ligge en andel af obligationer på 78 pct. i afdelingen, men da afdelingens investeringsstrategi er baseret på taktisk

aktivallokering kan andelen variere omkring dette niveau.

Investeringsbeslutningerne som følge af den taktisk baserede investeringsstrategi, hvor den relative andel af aktivtyper justeres løbende i en aktiv proces, er væsentlig for afdelingens afkast

Afdelingens aktier og obligationer samt investeringer i råvareindeks er handlet og opgjort i en række valutaer, og derfor er der en valutarisiko mod DKK. Som udgangspunkt afdækker afdelingen kun risiko mod USD og JPY. Der kan således være uafdækket risiko mod f.eks. GBP og EUR.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

2015 blev et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Året begyndte med kraftigt faldende renter, og den toneangivende tyske 10-årige rente nåede således at sætte historisk bundrekord i 0,05 % i april for derefter at stige til næsten 1 % på meget kort tid. Europæiske aktier begyndte året med at stige næsten 25 % på knap fire måneder, men faldt senere på året 20 % fra top til bund. Heller ikke råvaremarkederne gik fri af de store udsving i løbet af året. Olieprisen nåede således at stige næsten 20 % i årets første fem måneder for herefter at falde 45 % for dermed at slutte året nede med 35 % i forhold til årets start.

De store udsving på de finansielle markeder gav både muligheder og udfordringer for porteføljen. På plussiden lykkedes det at udnytte den stigende oliepris i årets første måneder for derefter at komme ud igen, inden olieprisen begyndte at falde. Tilsvarende udnyttede portefølje de kraftige stigninger på aktier til at reducere aktieandelen i marts i måned inden aktier begyndte at falde hen

over sommeren.

Efter de voldsomme kursfald i august måned øgedes eksponeringen mod aktier igen for så endelig at blive reduceret igen i oktober og ved indgangen til december, hvor aktier var steget kraftigt. Disse taktiske dispositioner har bidraget positivt til årets absolutte og relative performance. Omvendt blev porteføljen ramt af de kraftige rentestigninger i maj måned, hvor porteføljens danske realkreditobligationer underperformede danske statsobligationer.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 0,02 %. Afkastet på benchmarket lå på 0,23 %, så afdelingen har underperformet sit benchmark med 0,21 %-point, hvilket er mindre end afdelingens omkostninger.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger under helårsforventningen om et afkast på 2-5 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljens absolutte afkast blev hovedsageligt skabt af aktieeksponeringen, mens amerikanske high yield obligationer bidrog med et negativt absolut afkast. Afkastet fra danske obligationer var tæt på nul. Afdelingen har en strategi om at afdække de valutakursrisici, som opstår ved at investere i f.eks. amerikanske aktier. I 2015 har det betydet, at porteføljen ikke har fået positiv effekt af styrkelsen af amerikanske dollar overfor danske kroner.

Det relative afkast er positivt påvirket af porteføljens taktiske allokerings overvægt til aktier, som var årets bedste aktivklasse, og undervægtet obligationer som gav et nulafkast. Derudover har op- og nedvægtningen af aktier i løbet af året bidraget til at øge merafkastet i forhold til benchmark. Porteføljens overvægt af high yield obligationer bidrog negativt til det relative afkast.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 0,0 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 3,1 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 21,96 % i 2015 fra 65,8 mio. kr. primo året til 51,4 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoemissioner for i alt 14,5 mio. kr. Derudover er der overført 0,0 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Rådgiver forventer, at 2016 bliver endnu et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Højere usikkerhed om det globale vækstbillede og en værdiansættelse af aktier, der generelt ligger i den høje ende, betyder, at 2016 kan gå hen og blive et mere udfordrende år for aktier. Vi forventer dog, at aktier vil slutte året højere end sikre obligationer, men det bliver med betydelige udsving undervejs.

Inden for aktier vurderer vi europæiske og danske aktier som værende mere interessante end amerikanske aktier. Inden for obligationer forventer vi, at danske realkreditobligationer vil outperforme statsobligationer, og at high yield obligationer vil slå investment

grade kreditobligationer.

For hele året 2016 forventes afdelingen at nå et afkast på 1-5 %.

INVESTERINGSPLEJE KORT

Resultatopgørelse			
Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	
Renter og udbytter:			
1 Renteindtægter	929	1.450	
1 Renteudgifter	-10	-4	
Udbytter	0	154	
I alt renter og udbytter	919	1.600	
Kursgevinster og -tab:			
2 Obligationer	-1.164	253	
2 Kapitalandele	1.723	3.010	
2 Afledte finansielle instr.	-712	-806	
Valutakonti	-73	-203	
3 Handelsomkostninger	-24	-14	
I alt kursgevinster og -tab	-250	2.240	
I alt indtægter	669	3.840	
4 Administrationsomkostninger	-645	-713	
Resultat før skat	24	3.127	
Skat	0	-54	
Årets nettoresultat	24	3.073	
Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue			

Balance			
Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK	
Aktiver			
Likvide midler:			
Indestående i depotselskab	1.758	1.578	
Obligationer:			
5,9 Not. obl. fra danske udstedere	31.856	37.514	
Kapitalandele:			
5,9 Not. aktier fra DK selskaber	1.013	4.865	
6 Unot. kap.and. fra DK selsk.	454	432	
7 Inv.beviser i andre DK. investeringsforeninger	8.771	12.968	
Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	6.653	8.074	
I alt kapitalandele	16.891	26.339	
9 Afledte finansielle instrumenter:			
Not. afledte finansielle instrumenter	11	7	
Unot. afledte finansielle instrumenter	0	46	
I alt afledte finansielle instrumenter	11	53	
Andre aktiver:			
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	371	520	
Mellemv. vedr. handelsafv.	515	0	
I alt andre aktiver	886	520	
Aktiver i alt	51.402	66.004	
Passiver			
8 Medlemmernes formue	51.358	65.809	
Afledte finansielle instrumenter:			
Not. afledte finansielle instrumenter	11	7	
Unot. afledte finansielle instrumenter	20	175	
I alt afledte finansielle instrumenter	31	182	
Anden gæld:			
Skyldige omkostninger	13	13	
Passiver i alt	51.402	66.004	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	2,24	5,89	2,19	3,54	0,02
Benchmark afkast (pct.)	4,13	6,19	3,38	3,15	0,23
Indre værdi (DKK pr. andel)	121,85	129,04	131,86	136,53	136,55
Nettoresultat (t.DKK)	4.163	10.798	2.344	3.073	24
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.) *	0,87	0,86	1,32	1,28	1,46
Omsætningshastighed (antal gange)	0,70	0,59	0,50	0,63	1,022
Medlemmernes formue (t.DKK)	192.943	177.991	100.715	65.809	51.358
Antal andele, stk.	1.583.400	1.379.400	763.800	482.000	376.100
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,07	0,48	1,38	1,14	0,71
Standardafvigelse	4,83	4,74	3,70	3,09	3,46

*) Omkostningsprocenten er fra og med 2013 beregnet under hensyntagende til afdelingens investeringer i andre afdelinger. Sammenligningstallene er ikke tilpasset.

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	929	1.450
Renteudgifter	-10	-4
I alt renteindtægter	919	1.446

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-1.164	253
I alt fra obligationer	-1.164	253
Not. aktier fra danske selskaber	409	567
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	23	49
Inv.beviser i andre danske investeringsforeninger	1.158	2.547
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	133	-153
I alt fra kapitalandele	1.723	3.010
Valutaterminsforretninger/futures	-805	-736
Aktieterminer/futures	93	-70
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-712	-806

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-28	-21
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-4	7
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-24	-14

Note 4: Administrationsomkostninger

Note 4: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-128	0	-128	-58
Gebyrer til depotselskab	-47	0	-47	-62
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-332	-2	-334	-435
Øvrige omkostninger	-25	-17	-42	-39
Fast administrationshonorar	-66	0	-66	-93
I alt adm.omkostninger	-613	-32	-645	-713

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note : Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	84,7	81,3
Øvrige	15,3	18,7
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S	454	432
Aktieandel i Investeringsforvaltningssæl. SEBinvest A/S (pct.)	2,9	2,9
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger		

Note 7: Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger (1.000 DKK)

SEBinvest Danske Aktier	2.338	742
SEBinvest EMB Index (SEB AB)	1.326	0
SEBinvest Europa Indeks (SEB AB)	920	3.275
SEBinvest Europa Small Cap	746	0
SEBinvest Nordamerika Indeks (SEB AB)	1.436	3.793
Wealth Invest AKL SEB Global EME EUR (Earnest)	2.005	5.160
I alt	8.771	12.968

Note 8: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	482.000	65.809	763.800	100.715
Emissioner i året	41.800	5.805	17.700	2.375
Indløsninger i året	147.700	-20.328	-299.500	-40.433
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		48		79
Overførsel af periodens resultat		24		3.073
I alt medlemmernes formue	376.100	51.358	482.000	65.809

Note 9: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Finans	0,9
Futures Japanske aktier	1,8
Investeringsforeninger	33,2
Realkreditobligationer	64,0
Statsobligationer	0,1
I alt, alle sektorer	100,0

Investeringspleje Mellemlang

Afdelingen investerer primært i globale børsnoterede aktier og obligationer ud fra en aktiv TAA proces (tactical asset allocation). Hovedandelen placeres på markederne i Europa, USA og Japan. Investeringerne fordeles som udgangspunkt med 57 pct. i obligationer, 37 pct. i aktier og 6 pct. i råvarer. Denne fordeling kan dog afvige, idet afdelingen søger merafkast gennem TAA. Aktieandelen må dog ikke overstige 55 pct. Afdelingen har en mellem risikoprofil, og investeringshorisonten er 3-10 år. Afdelingen investerer i andre af foreningens afdelinger eller i andre foreninger eller afdelinger heraf. Afdelingen betaler ikke honorar til rådgivning og distribution for den del af afdelingens formue, som er placeret i andre afdelinger i Foreningen.

Afdeling	Investeringspleje Mellemlang	Årets afkast	1,79 pct.
Benchmark	Sammensat	Årets benchmark afkast	0,61 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0010273606	Startdato ^{*)}	20. februar 2001
Skattestatus	Akkumulerende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	4	Administrationsomk.	1,53 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★	ÅOP	1,90 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2015.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i flere forskellige aktivtyper. En investering i afdelingens beviser påfører derfor investor en række markedsrisici som renterisiko, aktierisiko, råvarerisiko og valutarisiko. Der er desuden en kreditrisiko på afdelingens investeringer i kreditobligationer.

Markedsprisen på aktivtyperne er oftest meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i værdien af afdelingens investeringer, og dermed kursen på afdelingens beviser.

Grundet den relativt store andel af obligationer er risikoen ved at investere i denne afdeling kun lidt over middel, dvs. den placerer sig på trin 4 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Der anvendes et sammensat benchmark, som afspejler porteføljens allokering mellem aktier, obligationer og råvarer.

Særlige risici

For hver enkelt aktivtype og dermed risikotype er der fastlagt begrænsninger og krav til spredning, således at den samlede markedsrisiko og selskabsspecifikke risiko er søgt begrænset.

Markedsrisiko søges begrænset via spredning på aktivtyper og selskabsspecifik risiko søges begrænset via spredning på flere enkeltaktier eller obligationer eller via brug af investeringsforeningsafdelinger.

F.eks. skal der ligge en andel af obligationer på 57 pct. i afdelingen, men da afdelingens investeringsstrategi er baseret på taktisk aktivallokering, kan andelen variere noget omkring dette niveau.

Investeringsbeslutningerne på baggrund af den taktisk baserede investeringsstrategi, hvor den relative andel af aktivtyper justeres løbende i en aktiv proces, er væsentlig for afdelingens afkast.

Afdelingens aktier og obligationer samt investeringer i råvareindeks er handlet og opgjort i en række valutaer, og derfor er der en valutarisiko mod DKK. Som udgangspunkt afdækker afdelingen kun risiko mod USD og JPY. Der kan således være uafdækket risiko mod f.eks. GBP og EUR.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling.

Markedsudvikling i 2015

2015 blev et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Året begyndte med kraftigt faldende renter, og den toneangivende tyske 10-årige rente nåede således at sætte historisk bundrekord i 0,05 % i april for derefter at stige til næsten 1 % på meget kort tid. Europæiske aktier begyndte året med at stige næsten 25 % på knap fire måneder, men faldt senere på året 20 % fra top til bund. Heller ikke råvaremarkederne gik fri af de store udsving i løbet af året. Olieprisen nåede således at stige næsten 20 % i årets første fem måneder for herefter at falde 45 % for dermed at slutte året nede med 35 % i forhold til årets start.

De store udsving på de finansielle markeder gav både muligheder og udfordringer for porteføljen. På plussiden lykkedes det at udnytte den stigende oliepris i årets første måneder for derefter at komme ud igen, inden olieprisen begyndte at falde. Tilsvarende

udnyttede portefølje de kraftige stigninger på aktier til at reducere aktieandelen i marts i måned inden aktier begyndte at falde hen over sommeren.

Efter de voldsomme kursfald i august måned øgedes eksponeringen mod aktier igen for så endelig at blive reduceret igen i oktober og ved indgangen til december, hvor aktier var steget kraftigt. Disse taktiske dispositioner har bidraget positivt til årets absolutte og relative performance. Omvendt blev porteføljen ramt af de kraftige rentestigninger i maj måned, hvor porteføljens danske realkreditobligationer underperformede danske statsobligationer.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 1,79 %. Afkastet på benchmark lå på 0,61 %, så afdelingen har outperformat sit benchmark med 1,18 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger under helårsforventningen om et afkast på 5-10 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljens absolutte afkast blev hovedsageligt skabt af aktieeksponeringen, mens amerikanske high yield obligationer bidrog med et negativt absolut afkast. Afkastet fra danske obligationer var tæt på nul. Afdelingen har en strategi om at afdække de valutakursrisici, som opstår ved at investere i f.eks. amerikanske aktier. I 2015 har det betydet, at porteføljen ikke har fået positiv effekt af styrkelsen af amerikanske dollar overfor danske kroner.

Det relative afkast er positivt påvirket af porteføljens taktiske allokeringsovervægt til aktier, som var årets bedste aktivklasse, og undervægtet obligationer som gav et nulafkast. Derudover har op- og nedvægtningen af aktier i løbet af året bidraget til at øge merafkastet i forhold til benchmark. Porteføljens overvægt af high yield obligationer bidrog negativt til det relative afkast.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 2,2 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 6,1 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er faldet med 14,5 % i 2015 fra 114,0 mio. kr. primo året til 97,4 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoindløsninger for i alt 18,7 mio. kr. Derudover er der overført 2,2 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Rådgiver forventer, at 2016 bliver endnu et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Højere usikkerhed om det globale vækstbillede og en værdiansættelse af aktier, der generelt ligger i den høje ende, betyder, at 2016 kan gå hen og blive et mere udfordrende år for aktier. Vi forventer dog, at aktier vil slutte året højere end sikre obligationer, men det bliver med betydelige udsving undervejs.

Inden for aktier vurderer vi europæiske og danske aktier som værende mere interessante end amerikanske aktier. Inden for obligationer forventer vi, at danske realkreditobligationer vil outperfor-

me statsobligationer, og at high yield obligationer vil slå investment grade kreditobligationer.

For hele 2016 ventes afdelingen at nå et afkast på 2-7 %.

INVESTERINGSPLEJE MELLEMLANG

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	971	1.079
1 Renteudgifter	-34	-1
2 Udbytter	840	701
I alt renter og udbytter	1.777	1.779
Kursgevinster og -tab:		
3 Obligationer	-1.096	256
3 Kapitalandele	4.452	6.712
3 Afledte finansielle instr.	-1.852	-1.407
Valutakonti	-73	-302
4 Handelsomkostninger	-21	-11
I alt kursgevinster og -tab	1.410	5.248
I alt indtægter	3.187	7.027
5 Administrationsomkostninger	-895	-823
Resultat før skat	2.292	6.204
6 Skat	-126	-82
Årets nettoresultat	2.166	6.122
Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue		

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	5.350	6.431
Obligationer:		
7,11 Not. obl. fra danske udstedere	34.773	35.200
Kapitalandele:		
7,11 Not. aktier fra DK selskaber	5.489	5.023
8 Unot. kap.and. fra DK selsk.	636	604
9 Inv.beviser i andre DK. investeringsforeninger	31.759	44.949
Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	18.530	21.671
I alt kapitalandele	56.414	72.247
Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	4	189
Unot. afledte finansielle instrumenter	0	63
I alt afledte finansielle instrumenter	4	252
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	408	426
Mellemv. vedr. handelsafv.	591	0
I alt andre aktiver	999	426
Aktiver i alt	97.540	114.556
Passiver		
10 Medlemmernes formue	97.443	113.964
Afledte finansielle instrumenter:		
Not. afledte finansielle instrumenter	4	189
Unot. afledte finansielle instrumenter	80	390
I alt afledte finansielle instrumenter	84	579
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	13
Passiver i alt	97.540	114.556

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	0,15	9,17	5,77	4,53	1,79
Benchmark afkast (pct.)	-0,17	10,15	7,76	4,41	0,61
Indre værdi (DKK pr. andel)	119,21	130,14	137,66	143,89	146,47
Nettoresultat (t.DKK)	282	16.543	9.155	6.122	2.166
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.) *	0,64	0,61	1,42	1,39	1,53
Omsætningshastighed (antal gange)	0,90	0,40	0,41	0,32	0,596
Medlemmernes formue (t.DKK)	184.575	189.371	149.591	113.964	97.443
Antal andele, stk.	1.548.300	1.455.100	1.086.700	792.000	665.262
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-0,03	0,29	1,35	1,18	0,77
Standardafvigelse	7,98	7,88	5,98	4,66	5,09

*) Omkostningsprocenten er fra og med 2013 beregnet under hensyntagende til afdelingens investeringer i andre afdelinger. Sammenligningstallene er ikke tilpasset.

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	971	1.079
Renteudgifter	-34	-1
I alt renteindtægter	937	1.078

Note 2: Udbytter

Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger	840	701
I alt udbytter	840	701

Note 3: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-1.096	256
I alt fra obligationer	-1.096	256
Not. aktier fra danske selskaber	467	586
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	32	68
Inv.beviser i andre danske investeringsforeninger	4.061	6.363
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	-108	-305
I alt fra kapitalandele	4.452	6.712
Valutaterminforretninger/futures	-1.898	-1.536
Aktieterminer/futures	46	129
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-1.852	-1.407

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-25	-18
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4	7
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-21	-11

Note 5: Administrationsomkostninger

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-213	0	-213	-55
Gebyrer til depotselskab	-57	0	-57	-71
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-459	-3	-462	-521
Øvrige omkostninger	-25	-18	-43	-40
Fast administrationshonorar	-92	0	-92	-110
I alt adm.omkostninger	-861	-34	-895	-823

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

Note 7: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	75,8	71,1
Øvrige	24,2	28,9
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 8: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	636	604
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	4,1	4,1
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger		

Note 9: Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger (1.000 DKK)

SEBinvest Danske Aktier	7.704	10.839
SEBinvest EMB Index (SEB AB)	4.089	0
SEBinvest Europa Indeks (SEB AB)	4.720	9.867
SEBinvest Europa Small Cap	2.750	0
SEBinvest Japan Hybrid (DIAM)	1.472	2.330
SEBinvest Nordamerika Indeks (SEB AB)	3.480	8.178
Wealth Invest AKL SEB Global EME EUR (Earnest)	7.543	13.736
I alt	31.758	44.949

Note 10: Medlemmernes formue	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
-------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Medlemmernes formue primo	792.000	113.964	1.086.700	149.591
Emissioner i året	17.462	2.602	3.100	442
Indløsninger i året	-144.200	-21.333	-297.800	-42.269
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		44		78
Overførsel af periodens resultat		2.166		6.122
I alt medlemmernes formue	665.262	97.443	792.000	113.964

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Finans	0,7
Futures Amerikanske aktier	5,1
Investeringsforeninger	58,0
Realkreditobligationer	36,2
I alt, alle sektorer	100,0

Investeringspleje Lang

Afdelingen investerer primært i globale børsnoterede aktier og obligationer ud fra en aktiv TAA proces (tactical asset allocation). Hovedandelen placeres på markederne i Europa, USA og Japan. Investeringerne fordeles som udgangspunkt med 56 pct. i aktier, 36 pct. i obligationer og 8 pct. i råvarer. Denne fordeling kan dog afvige, idet afdelingen søger merafkast gennem TAA. Aktieandelen må dog ikke overstige 75 pct. Afdelingen har en relativ høj risikoprofil, og investeringshorisonten er mere end 10 år. Afdelingen investerer i andre af foreningens afdelinger eller i andre foreninger eller afdelinger heraf ("fund-of-funds"). Afdelingen betaler ikke honorar til rådgivning og distribution for den del af afdelingens formue, som er placeret i andre afdelinger i Foreningen.

Afdeling	Investeringspleje Lang	Årets afkast	6,85 pct.
Benchmark	Sammensat	Årets benchmark afkast	1,09 pct.
Fondskode (ISIN)	DK0010273796	Startdato ^{*)}	20. februar 2001
Skattestatus	Akkumulerende	Stykstørrelse	DKK 100,00
Primær rådgiver	Wealth Management - SEB DK	Noteret	Nasdaq København
Risikoindeks [1-7] ^{**)}	4	Administrationsomk.	1,45 pct.
Morningstar rating [1-5] ^{**)}	★★★★	ÅOP	1,82 pct.

^{*)} Startdatoen er den dato afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

^{**)} Gældende pr. ultimo 2014.

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.sebinvest.dk.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv strategi og investerer i flere forskellige aktivtyper og en investering i afdelingens beviser påfører derfor investor en række markedsrisici som renterisiko, aktierisiko, råvarerisiko og valutarisiko. Der er desuden en kreditrisiko på afdelingens investeringer i kreditobligationer.

Markedsprisen på aktivtyperne er oftest meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i værdien af afdelingens investeringer, og dermed kursen på afdelingens beviser.

Grundet den relativt store andel af aktier er risikoen ved investering i denne afdeling middel til høj, dvs. den placerer sig på trin 4 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Der anvendes et sammensat benchmark, som afspejler porteføljens allokering mellem aktier, obligationer og råvarer.

Særlige risici

For hver enkelt aktivtype og dermed risikotype er der fastlagt begrænsninger og krav til spredning, således at den samlede markedsrisiko og selskabsspecifikke risiko er søgt begrænset. Markedsrisiko søges begrænset via spredning på aktivtyper og selskabsspecifik risiko søges begrænset via spredning på flere enkeltaktier eller obligationer eller via brug af investeringsforeningsafdelinger.

F.eks. skal der ligge en andel af aktier på 56 pct. i afdelingen, men

da afdelingens investeringsstrategi er baseret på taktisk aktivallokering kan andelen variere omkring dette niveau.

Investeringsbeslutningerne som følge af den taktisk baserede investeringsstrategi, hvor den relative andel af aktivtyper justeres løbende i en aktiv proces, er væsentlig for afdelingens afkast

Afdelingens aktier og obligationer samt investeringer i råvareindeks er handlet og opgjort i en række valutaer, og derfor er der en valutarisiko mod DKK. Som udgangspunkt afdækker afdelingen kun risiko mod USD og JPY. Der kan således være uafdækket risiko mod f.eks. GBP og EUR.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte markedsrisici.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen særlig usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

Markedsudvikling i 2015

2015 blev et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Året begyndte med kraftigt faldende renter, og den toneangivende tyske 10-årige rente nåede således at sætte historisk bundrekord i 0,05 % i april for derefter at stige til næsten 1 % på meget kort tid. Europæiske aktier begyndte året med at stige næsten 25 % på knap fire måneder, men faldt senere på året 20 % fra top til bund. Heller ikke råvaremarkederne gik fri af de store udsving i løbet af året.olieprisen nåede således at stige næsten 20 % i årets første fem måneder for herefter at falde 45 % for dermed at slutte året nede med 35 % i forhold til årets start.

De store udsving på de finansielle markeder gav både muligheder og udfordringer for porteføljen. På plussiden lykkedes det at udnytte den stigende oliepris i årets første måneder for derefter at komme ud igen, inden olieprisen begyndte at falde. Tilsvarende

udnyttede portefølje de kraftige stigninger på aktier til at reducere aktieandelen i marts i måned inden aktier begyndte at falde hen over sommeren.

Efter de voldsomme kursfald i august måned øgedes eksponeringen mod aktier igen for så endelig at blive reduceret igen i oktober og ved indgangen til december, hvor aktier var steget kraftigt. Disse taktiske dispositioner har bidraget positivt til årets absolutte og relative performance. Omvendt blev porteføljen ramt af de kraftige rentestigninger i maj måned, hvor porteføljens danske realkreditobligationer underperformede danske statsobligationer.

Afkast i 2015

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 6,85 %. Afkastet på benchmarket lå på 1,09 %, så afdelingen har outperformat sit benchmark med 5,76 %-point.

Såvel porteføljens absolutte afkast som det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være meget tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger lidt under helårsforventningen om et afkast på 8-13 %, som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2015.

Porteføljens absolutte afkast blev hovedsageligt skabt af aktieeksponeringen, mens amerikanske high yield obligationer bidrog med et negativt absolut afkast. Afkastet fra danske obligationer var tæt på nul. Afdelingen har en strategi om at afdække de valutakursrisici, som opstår ved at investere i f.eks. amerikanske aktier. I 2015 har det betydet, at porteføljen ikke har fået positiv effekt af styrkelsen af amerikanske dollar overfor danske kroner.

Det relative afkast er positivt påvirket af porteføljens taktiske allokeringens overvægt til aktier, som var årets bedste aktivklasse, og undervægtet obligationer som gav et nulafkast. Derudover har op- og nedvægtningen af aktier i løbet af året bidraget til at øge merafkastet i forhold til benchmark. Porteføljens overvægt af high yield obligationer bidrog negativt til det relative afkast.

Økonomiske resultater i 2015

Afdelingen gav et overskud på 6,5 mio. kr. i 2015, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 8,2 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 6,4 % i 2015 fra 96,2 mio. kr. primo året til 102,4 mio. kr. ultimo året. Formuen er negativt påvirket af nettoemissioner for i alt -0,3 mio. kr. Derudover er der overført 6,5 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

Der er ikke foreslået udlodning i afdelingen for 2015.

Forventninger til 2016

Rådgiver forventer, at 2016 bliver endnu et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Højere usikkerhed om det globale vækstbillede og en værdiansættelse af aktier, der generelt ligger i den høje ende, betyder, at 2016 kan gå hen og blive et mere udfordrende år for aktier. Vi forventer dog, at aktier vil slutte året højere end sikre obligationer, men det bliver med betydelige udsving undervejs.

Inden for aktier vurderer vi europæiske og danske aktier som værende mere interessante end amerikanske aktier. Inden for obligationer forventer vi, at danske realkreditobligationer vil outperfor-

me statsobligationer, og at high yield obligationer vil slå investment grade kreditobligationer.

For hele 2016 ventes afdelingen at nå et afkast på 3-8 %.

INVESTERINGSPLEJE LANG

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2015 1.000 DKK	1.1-31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteudgifter	-11	-5
2 Udbytter	1.760	1.092
I alt renter og udbytter	1.749	1.087
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	8.354	10.314
3 Afledte finansielle instr.	-2.728	-2.183
Valutakonti	-310	-614
4 Handelsomkostninger	-14	-2
I alt kursgevinster og -tab	5.302	7.515
I alt indtægter	7.051	8.602
5 Administrationsomkostninger	-353	-274
Resultat før skat	6.698	8.328
6 Skat	-201	-127
Årets nettoresultat	6.497	8.201
Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue		

Balance

Note	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.987	1.619
Kapitalandele:		
7,11 Not. aktier fra DK selskaber	5.643	5.163
8 Unot. kap.and. fra DK selsk.	636	604
9 Inv.beviser i andre DK. investeringsforeninger	77.773	75.000
Inv.beviser i udl. investeringsforeninger	15.753	14.219
I alt kapitalandele	99.805	94.986
11 Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afledte finansielle instrumenter	0	58
Andre aktiver:		
Mellemv. vedr. handelsafv.	0	82
Aktiver i alt	102.792	96.745
Passiver		
10 Medlemmernes formue	102.372	96.193
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afledte finansielle instrumenter	161	539
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	13	13
Mellemv. vedr. handelsafv.	246	0
I alt anden gæld	259	13
Passiver i alt	102.792	96.745

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	-4,15	12,46	9,40	8,64	6,85
Benchmark afkast (pct.)	-4,04	12,91	11,11	7,21	1,09
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,47	114,12	124,85	135,64	144,93
Nettoresultat (t.DKK)	-4.925	13.896	9.904	8.201	6.497
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.) *	0,32	0,35	1,46	1,38	1,45
Omsætningshastighed (antal gange)	0,61	0,28	0,23	0,06	0,436
Medlemmernes formue (t.DKK)	114.333	121.489	106.843	96.193	102.372
Antal andele, stk.	1.126.755	1.064.555	855.755	709.205	706.355
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-0,20	0,11	1,12	0,99	0,90
Standardafvigelse	11,07	11,07	8,51	6,78	6,84

*) Omkostningsprocenten er fra og med 2013 beregnet under hensyntagende til afdelingens investeringer i andre afdelinger. Sammenligningstallene er ikke tilpasset.

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Renteudgifter	-11	-5
I alt renteindtægter	-11	-5

Note 2: Udbytter

Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger	1.760	1.092
I alt udbytter	1.760	1.092

Note 3: Kursgevinster og -tab

Not. aktier fra danske selskaber	480	602
Unot. kapitalandele fra DK selskaber	32	68
Inv.beviser i andre danske investeringsforeninger	7.614	9.723
Inv.beviser i udenlandske investeringsforeninger	228	-79
I alt fra kapitalandele	8.354	10.314
Valutaterminforretninger/futures	-2.728	-1.850
Aktieterminer/futures	0	-333
I alt fra afledte finansielle instrumenter	-2.728	-2.183

Note 4: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-17	-6
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-14	-2

Note 5: Administrationsomkostninger

Note 5: Administrationsomkostninger			2015	2014
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-13	-13	-13
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-13
Markedsføringsomkostninger	-67	0	-67	-8
Gebyrer til depotselskab	-43	0	-43	-46
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-144	-1	-145	-125
Øvrige omkostninger	-25	-16	-41	-37
Fast administrationshonorar	-29	0	-29	-32
I alt adm.omkostninger	-323	-30	-353	-274

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 6: Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

Note 7: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	79,3	74,9
Øvrige	20,7	25,1
I alt	100,0	100,0

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Note 8: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	636	604
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	4,1	4,1
Se iøvrigt ejerforhold under Foreningsoplysninger		

Note 9: Investeringsbeviser i andre danske investeringsforeninger (1.000 DKK)

SEBinvest Danske Aktier	15.810	15.463
SEBinvest EMB Index (SEB AB)	3.036	0
SEBinvest Europa Small Cap	10.392	13.444
SEBinvest Japan Hybrid (DIAM)	2.240	3.159
SEBinvest Lange Obligationer	7.912	0
SEBinvest Mellemlange Obligationer	13.807	14.229
SEBinvest Nordamerika Indeks (SEB AB)	14.098	15.025
Wealth Invest AKL SEB Global EME EUR (Earnest)	10.478	13.679
I alt	77.773	75.000

Note 10: Medlemmernes formue

	2015 Antal andele	2015 Formue- værdi 1.000 DKK	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	709.205	96.193	855.755	106.843
Emissioner i året	89.750	12.920	19.850	2.615
Indløsninger i året	-92.600	-13.300	-166.400	-21.522
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		62		56
Overførsel af periodens resultat		6.497		8.201
I alt medlemmernes formue	706.355	102.372	709.205	96.193

Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)

	31.12.2015
Finans	0,6
Investeringsforeninger	99,4
I alt, alle sektorer	100,0

Fælles noter

Tabel 5 - Administrationsomkostninger (DKK 1.000)

Foreningens samlede omkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn

	2015	2014
Vederlag til bestyrelsen:		
Carsten Wiggers	100	100
Preben Keil	0	50
Morten Amtrup	50	50
Britta Fladeland Iversen	50	50
Bjarne Thorup	50	0
Vederlag til bestyrelsen, i alt	250	250
Administrationsomkostninger til Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S	14.724	13.871
Revisionshonorar til PricewaterhouseCoopers:		
Samlet honorar	372	735
Heraf honorar for andre ydelser	75	467
Lovbestemt gebyr til Finanstilsynet, i alt	423	381

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet efter de regler, der gælder ifølge lov om investeringsforeninger m.v. samt Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. (regnskabsbekendtgørelsen).

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

Resultatopgørelsen

I resultatopgørelsen indregnes alle indtægter i takt med, at de indtjenes, og alle omkostninger i takt med, at de afholdes. Alle værdireguleringer, afskrivninger, nedskrivninger og tilbageførsler af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen, indregnes i resultatopgørelsen.

Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til danske kroner efter transaktionsdagens GMT 16.00-valutakurser.

Renter og udbytter

Renteindtægter består af indtjente renter af obligationer, indestående i depotbank m.v.

Aktieudbytter (brutto) indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og kurstab på valutakonti og finansielle instrumenter.

De realiserede kursreguleringer opgøres som forskellen mellem salgsværdi og kursværdien primo eller anskaffelsesværdien, såfremt de finansielle instrumenter er anskaffet i regnskabsåret.

De urealiserede kursreguleringer opgøres som forskellen mellem kursværdien ultimo året og kursværdien primo eller anskaffelsesværdien, såfremt det er anskaffet i regnskabsåret.

Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som de samlede omkostninger til kurtag, afvikling m.v. ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt ved køb og salg af værdipapirer i forbindelse med emission og indløsning, indregnes direkte i medlemmernes formue. Beløbet opgøres som den andel af bruttohandelsomkostningerne som forholdsmæssigt kan henføres til værdipapiromsætning forårsaget af emission og indløsning, beregnet på grundlag af den totale værdipapiromsætning.

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger består af omkostninger, som afdelingerne afholder i forbindelse med blandt andet porteføljepleje, markedsføring og administration af afdelingerne.

Afdelingsdirekte administrationsomkostninger defineres som omkostninger, der kan henføres direkte til en afdeling. Fællesomkostninger er afdelingernes andel af de omkostninger, der vedrører mere end en afdeling. Fællesomkostningerne fordeles mellem afdelingerne i forhold til de enkelte afdelingers formue.

Afdelinger, der investerer i investeringsbeviser, friholdes for enkelte omkostninger for at undgå dobbeltbetaling for samme ydelse.

Skat

Afdelingerne er ikke selvstændige skattepligtige. I regnskabsposten "Skat" indgår ikke refunderbare rente- og udbytteskatter.

Resultat til udlodning

I de udloddende afdelinger opgøres det udlodningspligtige resultat (minimumsudlodningen) i overensstemmelse med bestemmelserne i vedtægterne og skattelovgivningen.

Minimumsudlodningen opgøres i hovedtræk på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter og udbytter,
- realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti,
- realiserede nettokursgevinster på aktier,
- erhvervede skattepligtige nettogevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter,
- med fradrag af afholdte administrationsomkostninger
- tab på fordringer, aktier og afledte finansielle instrumenter

I forbindelse med emissioner og indløsninger beregnes der en udlodningsregulering, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger.

Afdelingernes udlodning opgøres i procenter delelig med 0,1 eller til 0 (nul), hvis den beregnede udbytteprocent er mindre end 0,1. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særlig post under medlemmernes formue.

Balancen

Balancen består af indregnede aktiver, indregnede forpligtelser, herunder hensatte forpligtelser, og medlemmernes formue, der udgør forskellen mellem indregnede aktiver og forpligtelser. Ved passiver forstås summen af medlemmernes formue og andre indregnede forpligtelser.

Et aktiv indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige

økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

En forpligtelse indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

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

Likvide midler

Indestående i fremmed valuta omregnes til GMT 16.00-valutakurser pr. balancedagen.

Finansielle instrumenter og afledte finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter (aktier og obligationer) og afledte finansielle instrumenter, der er genstand for offentlig kursnotering, måles til noterede børskurser og GMT 16.00-valutakurser.

Dagsværdien af investeringsbeviser, der handles på regulerede markeder, og hvis offentliggjorte kurs må antages ikke at afspejle investeringsbevisernes dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, måles til seneste tilgængelige regnskabsmæssige indre værdi.

Unoterede finansielle instrumenter måles efter en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter.

Kapitalandele i IFS SEBinvest A/S måles efter den indre værdi opgjort på baggrund af seneste årsregnskab.

Afledte finansielle instrumenter, der ikke er genstand for offentlig kursnotering, måles til en beregnet handelsværdi på baggrund af de underliggende instrumenters officielt noterede kurser/handelsværdier.

Afledte finansielle instrumenter opgøres som bruttopositioner. Det betyder, at afledte finansielle instrumenter vil fremgå af såvel aktiv- som passivside.

Ved køb eller salg af finansielle instrumenter indgår henholdsvis udgård disse af beholdningen på handelstidspunktet.

Andre aktiver

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af finansielle instrumenter samt emissioner, der er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Anden gæld

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af finansielle instrumenter samt indløsninger, der er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Fem års nøgletal

I årsrapporten indgår følgende nøgletal for de seneste fem år:

- Årets nettoresultat
- Medlemmernes formue ultimo året
- Indre værdi pr. andel
- Årets afkast i procent
- Udbytte pr. andel
- Omkostningsprocent
- Cirkulerende kapital ultimo året
- Standardafvigelse
- Sharpe Ratio
- Omsætningshastighed

Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. og er beregnet således:

Indre værdi pr. andel

Medlemmernes formue*)

Cirkulerende andele ultimo året.

*) Medlemmernes formue er opgjort inklusive afsat udbytte for regnskabsåret.

Udbytte pr. andel

Udbytte til medlem/cirkulerende andele ultimo året.

Afkast i procent

$$\left(\frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udbytte}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

Geninvesteret udbytte

$$\left(\frac{\text{Udbytte i kroner pr. andel} \times \text{Indre værdi ultimo}}{\text{Indre værdi umiddelbart efter udbytte}} \right) \times 100$$

Omkostningsprocent

$$\left(\frac{\text{Administrationsomkostninger}}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue opgjort som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret}} \right) \times 100$$

Standardafvigelse

Standardafvigelsen er et mål for de historiske udsving i afkastene. Jo højere tallet er, jo større udsving i afkastene fra periode til periode.

Standardafvigelsen opgøres over 60 måneder. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 60 måneder, opgøres standardafvigelsen siden afdelingens opstart. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 36 måneder, opgøres ingen standardafvigelse.

Sharpe Ratio

Sharpe ratio er et matematisk udtryk for afkastet af en investering i forhold til risikoen. Sharpe ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente divideret med standardafvigelsen. Jo højere tallet er, jo bedre har investeringen været i forhold til risikoen.

Sharpe ratio opgøres over 60 måneder. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 60 måneder, opgøres Sharpe ratio siden afdelingens oprettelse. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 36 måneder, opgøres ingen Sharpe ratio.

Omsætningshastighed

Værdipapirernes omsætningshastighed kan udtrykkes ved følgende formel:

$$\frac{(\text{Kursværdi af køb} + \text{Kursværdi ved salg}) / 2}{\text{Medlemmernes gennemsnitlig formue}}$$

Dette nøgletal viser, hvor mange gange en afdelings beholdning af aktier eller obligationer er blevet omsat ved porteføljepleje i løbet af et år.

Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret.

Active share

Active share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldene med det valgte benchmark. Høj active share betyder således, at investeringssammensætningen er meget forskellig fra benchmark.

Tracking error

Tracking error er et matematisk udtryk for spredningen på afkastforskellen mellem en investeringsafdeling og et givet benchmark. Benchmark udtrykker markedsudviklingen. Jo lavere tracking error er, desto tættere har investeringsporteføljen fulgt benchmark. I indekserede afdelinger, som skygger markedet tæt, er tracking error derfor lav.

Dette er således et mål for, hvordan afdelingens afkast svinger i forhold til benchmark-afkastet. En tracking error på 0 betyder, at afdelingen og benchmark "svinger i takt", uden at det dog nødvendigvis betyder, at afdelingens og benchmarkets afkast er ens.

Væsentlige aftaler

Aftale om depotbankfunktion

Foreningen har en depotaftale med SEB DK. Depotbanken forvalter og opbevarer finansielle instrumenter og likvide midler for hver af Foreningens afdelinger i henhold til lov om finansiell virksomhed § 106 samt Finanstilsynets bestemmelser.

af aktuelle emissions- og indløsningspriser. Foreningen betaler et fast månedligt gebyr på 40.000 kr. herfor.

Alle Foreningens aftaler er indgået på markedsvilkår, og gebyrsatserne er vist i Tabel 5.

Aftale om investeringsrådgivning

Foreningen har indgået aftale med SEB DK om rådgivning i forbindelse med investeringer i finansielle instrumenter. Aftalen indebærer, at IFS SEBinvest A/S modtager forslag til handler og andre transaktioner, som SEB DK anser for fordelagtige for de enkelte afdelinger. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinier, som Foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger.

Foreningen har givet SEB DK tilladelse til at indgå underaftaler med andre rådgivere omkring placering af afdelingernes midler. Følgende afdelinger har Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ.) som underrådgiver:

- Nordiske Aktier
- Europa Højt Udbytte
- Europa Indeks
- Emerging Market Bond Index
- Nordamerika Indeks

Aftale om markedsføring og distribution

Foreningen har en samarbejdsaftale med SEB DK om formidling og markedsføring af Foreningen. SEB DK fastlægger selv sine markedsføringstiltag med henblik på at fremme salget af Foreningens investeringsbeviser med udgangspunkt i kundernes behov. Markedsføringen inkluderer, at SEB DK stiller en internetside på adressen www.seb.dk/sebinvest til rådighed for offentliggørelse af indre værdier og andre informationer om Foreningens afdelinger.

Aftale om forvaltning og administration

Foreningen har indgået aftale med IFS SEBinvest A/S, som er et af Finanstilsynet godkendt investeringsforvaltningsselskab, om at udføre Foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., Foreningens vedtægter samt bestyrelsens retningslinier og instrukser.

Aftale om market making

Foreningen har indgået en aftale med SEB DK om, at banken i bl.a. NASDAQ Copenhagens handelssystemer løbende stiller priser i afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med Foreningens beviser. Aftalen indebærer, at der løbende stilles såvel købs- som salgspriser på baggrund

Omkostningssatser

Tabel 6 - Gebyrsatser i Foreningens væsentligste aftaler pr. 31. december 2015 (pct.)

Afdelinger	IFS administration og forvaltning	Depot- funktion	Markedsføring og distribut.	Investerings- rådgivning	Tillæg v. emission	Fradrag v. indløsning	Tegnings- provision
Danske Aktier	0,13	0,00	0,75	0,65	0,40	0,40	2,00
Danske Aktier Akkumulerende	0,13	0,00	0,75	0,65	0,40	0,40	2,00
Nordiske Aktier	0,13	0,05	0,75	0,65	0,40	0,40	2,00
Europa Højt Udbytte	0,13	0,05	0,75	0,65	0,40	0,40	2,00
Europa Small Cap	0,13	0,05	0,75	0,65	0,50	0,50	1,50
Europa Indeks	0,13	0,05	0,75	0,15	0,25	0,25	1,00
Nordamerika Indeks	0,13	0,05	0,75	0,15	0,25	0,25	1,50
Japan Hybrid (DIAM)	0,13	0,05	0,75	0,15	0,50	0,50	1,50
Emerging Market Eq. (Mondrian)	0,13	0,11	0,75	0,85	0,75	0,75	1,50
Pengemarked	0,05	0,00	0,00	0,25	0,00	0,00	0,00
Mellemlange Obligationer	0,08	0,00	0,00	0,25	0,08	0,08	0,00
Lange Obligationer	0,08	0,00	0,00	0,25	0,08	0,08	0,00
Kreditobligationer (Euro)	0,10	0,03	0,50	0,30	0,25	0,25	0,75
US High Yield Bonds (Columbia)	0,10	0,02	0,90	0,40	0,50	0,50	1,50
High Yield Bonds (Muzinich)	0,10	0,02	0,60	1,25	0,50	0,50	1,50
US HY Bonds Short Duration (SKY Harbor)	0,10	0,05	0,70	0,35	0,35	0,35	1,00
Emerging Market Bond Index	0,13	0,08	0,75	0,15	0,50	0,50	1,50
Investeringspleje Kort ¹⁾	0,13	0,00	0,25	0,65	0,20	0,20	2,00
Investeringspleje Mellemlang ¹⁾	0,13	0,00	0,30	0,65	0,20	0,20	2,00
Investeringspleje Lang ¹⁾	0,15	0,03	0,05	0,75	0,25	0,25	2,00

¹⁾ Gebyr for markedsføring og distribution samt investeringsrådgivning beregnes ikke af den del af formuen, der er placeret i andre investeringsforeninger, hvor SEB DK er investeringsrådgiver og distributør. Der betales ikke kurtagte for handel med investeringsbeviser, udstedt af investeringsforeninger, hvor SEB DK er investeringsrådgiver og distributør.



Investeringsforeningens årsrapport er tillige tilgængelig på
www.seb.dk/sebinvest

Yderligere eksemplarer af årsrapporten samt de enkelte afdelingers komplette beholdningsoversigter kan downloades fra sebinvest.dk og kan endvidere rekvireres ved henvendelse til Foreningen på tlf. 33 28 14 28 eller på e-mail: ifssebinvest@seb.dk.



