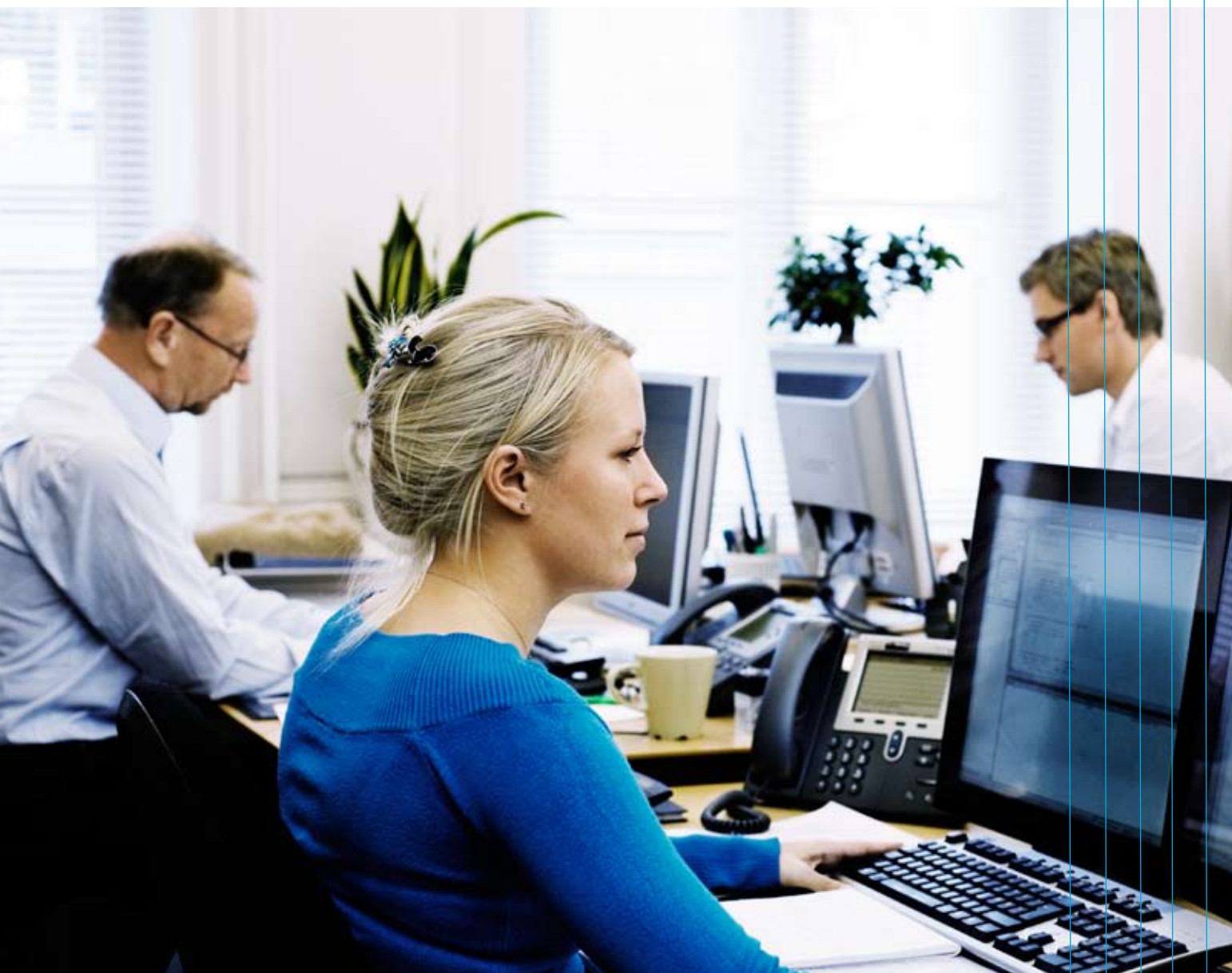


Investeringsforeningen Alfred Berg



Årsrapport
2008

Indhold

| | |
|---|----|
| Påtegninger | |
| Ledelsespåtegning..... | 3 |
| Revisionspåtegning..... | 3 |
| Ledelsesberetning | |
| Ledelsesberetning | 4 |
| Hoved- og Nøgletal | 8 |
| Årsregnskab | |
| Anvendt regnskabspraksis | 10 |
| Alfred Berg, afdeling Danmark..... | 12 |
| Alfred Berg, afdeling USA..... | 14 |
| Alfred Berg, afdeling Rusland..... | 16 |
| Alfred Berg, afdeling Europa | 18 |
| Alfred Berg, afdeling Norden | 20 |
| Alfred Berg, afdeling Small Cap Europa | 22 |
| Alfred Berg, afdeling Danske Obligationer | 24 |
| Alfred Berg, afdeling High Yield Obligationer | 26 |
| Alfred Berg, afdeling Emerging Markets Obligationer | 28 |
| Foreningens aftaler | |
| Foreningens aftaler..... | 30 |
| Fund Governance | |
| Fund Governance..... | 31 |
| Foreningsoplysninger | |
| Bestyrelse og direktion | 33 |

Navne og adresser

Foreningens adresse

Amaliegade 35
1256 København K
Telefon: 3396 1000
Telefax: 3396 1500
Hjemmeside
www.alfredberginvest.dk

Revision

KPMG
Statsautoriseret Revisionspart-
nerselskab
Borups Allé 177
2000 Frederiksberg

Administration

Alfred Berg Administration A/S
Investeringsrådgiver
Alfred Berg Fondsmæglerselskab
A/S
Depotselskab
ABN AMRO Bank N.V.
Copenhagen Branch

Foreningens bestyrelse

Morten Riise-Knudsen
Lars Andersen
Niels Ulrik Heine
Karin Arnstedt
Registreringsnumre
CVR NR: 18 22 62 43
Finanstilsynet: 11.080

Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato aflagt årsrapporten for 2008 for Investeringsforeningen Alfred Berg Invests ni afdelinger. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 23. februar 2009

Bestyrelse:

Morten Riise-Knudsen

Lars Andersen

Karin Arnstedt

Niels Ulrik Heine

Direktion:
Alfred Berg Administration A/S

Torben G. Knappe

Den uafhængige revisors påtegning

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Alfred Berg Invest

Vi har revideret årsrapporten for Investeringsforeningen Alfred Berg Invests ni afdelinger for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2008, omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelser, balancer og noter. Årsrapporten aflægges efter lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

Ledelsens ansvar for årsrapporten

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

Revisors ansvar og den udførte revision

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsrapporten på grundlag af vores revision. Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsrapporten. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af

risikoen for væsentlig fejlinformation i årsrapporten, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for foreningens udarbejdelse og aflæggelse af en årsrapport, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten.

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 årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2008 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2008 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

København, den 23. februar 2009

KPMG

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Torben Bender
Statsautoriseret revisor

Birgit M. Schrøder
Statsautoriseret revisor

Ledelsesberetning

Fælles oplysninger

Efterfølgende oplysninger er fælles for alle foreningens afdelinger. Uddybende oplysninger om den enkelte afdeling fremgår af beretningen umiddelbart inden årsregnskabet for den pågældende afdeling.

Resultat, formue og andele

Foreningen opnåede i 2008 et samlet resultat på -1.023 mio. kr. mod 62 mio. kr. året forinden. Under normale omstændigheder ville tab i den størrelsesorden have givet anledning til en minutøs granskning, men da tabene relaterer sig til den historiske nedsmeltning på markederne, står det blot tilbage at konstatere, at der ikke derudover er observeret noget usædvanligt i foreningens afdelinger.

Årets udvikling og de begivenheder, der havde største betydning er omtalt senere i beretningen, ligesom der under de enkelte afdelinger er omtalt specifikke forhold. De enorme tab i de underliggende aktiver har haft den konsekvens, at den samlede medlemsformue er blevet reduceret med 53% siden sidste regnskabsår.

Medlemstallet har til gengæld været forholdsvis upåvirket, og således har tilbagesalg af investeringsforeningsbeviser fra medlemmer kun været årsag til en reduktion på under en procent.

Omkostninger

Næst efter afkast ligger foreningens største fokus på omkostninger.

Gennem de senere år har vi kunne konstatere et fald i omkostningsprocenten på samtlige afdelinger, men denne tendens må vi desværre se brudt i 2008. Årsagen til dette er de faldende formuer, hvorfor den ikke variable del af omkostningsbasen nødvendigvis vægter tungere. Som eksempel på den type omkostninger kan nævnes bestyrelseshonorar, revision og noteringsafgift.

Begivenheder siden årsskiftet

Der er ikke konstateret forhold, der giver anledning til at ændre på vores holdning f.s.v.a. formueudviklingen eller investeringsmarkeder.

Navneændring

Generalforsamlingen vedtog sidste år en vedtægtsændring, som medførte, at foreningen skiftede navn til Investeringsforeningen Alfred Berg Invest. På den ordinære generalforsamling den 10. marts 2008 blev forslaget enstemmigt vedtaget, men idet den fornødne kapital ikke var til stede, blev forslaget først vedtaget på en ekstraordinær generalforsamling den 23. juni 2008. Herefter afventede man Finanstilsynets godkendelse af de ændrede vedtægter, og da denne var en realitet, kunne foreningen den 25. august 2008 gennemføre navneændringen.

Dette medførte ikke alene en re-lancering af foreningens hjemmeside på www.alfredberginvest.dk men afstedkom også en ændring af navnet på samtlige afdelinger. Ændringen forløb i øvrigt både tilfredsstillende og smidigt.

Afdelingsændringer

Generalforsamlingen besluttede sidste år at lade afdeling Global skifte navn til USA, og at fokus tilsvarende ville ligge på nordamerikanske aktier. Årsagen var bl.a., at Afdeling Global havde vist sig at være for bred en aktivklasse, og afdelingen var derfor reduceret. Med Finanstilsynets godkendelse af de ændrede vedtægter kunne ændringen træde i kraft den 25. august. Selvom afdelingen sluttede året med et negativt absolut afkast, er der dog alligevel grund til at glæde sig over ændringen. Således ville den tidligere strategi have

medført et større tab, men i relative termer lykkedes det lige akkurat for afdelingen at slå sit benchmark. Strategiændringen havde tillige en positiv indflydelse på afdelingens størrelse, idet medlemsantallet blev forøget halvdan gang.

Afdeling Danmark skiftede i starten af året portefølje manager til den anerkendte norske manager Albert Collett. Dette skifte viste sig at have en særdeles positiv indflydelse på afdelingens relative afkast. Det lykkedes at vende udviklingen, og afdelingen formåede atter at gøre sig gældende blandt de bedste danske afdelinger med tilsvarende investeringsunivers med en overperformance på 2,74 procentpoint.

Videnressourcer

Foreningen har udover bestyrelsen ingen ansatte, idet samtlige ydelser anskaffes eksternt. Den overvejende del af foreningens videnressourcer anses derfor placeret hos de medarbejdere, der er ansat hos foreningens samarbejdspartnere. Bestyrelsen er således foreningens samlede videnressource. For at fastholde denne viden og sikre, at de nødvendige kompetencer til stadighed forefindes, modtager bestyrelsen på samtlige bestyrelsesmøder en rapportering om de opgaver, der udføres for foreningen. Bestyrelsen evaluerer løbende, om den eksterne håndtering varetages på betryggende og tilfredsstillende vis, herunder hvilke initiativer de tilknyttede samarbejdspartnere iværksætter for at fastholde og videreudvikle de medarbejdere, der arbejder for foreningen. Som følge af denne struktur er det især vigtigt, at bestyrelsen bevarer en kontinuitet. Denne er sikret ved, at bestyrelsen ikke afgår årligt men efter tur.

Medlemskommunikation

For mere end 4 år siden besluttede bestyrelsen efter opfordring fra generalforsamlingen at lade kommunikation mellem medlemmer og forening overgå til fuld elektronisk kommunikation. I den forbindelse ophørte bl.a. udsendelse af foreningens kvartalsskrift, idet mange informationer ofte var blevet forældede, når processen med korrektur, trykning og endelig distribution var overstået. I stedet satsede foreningen på en opdateret hjemmeside, hvor der hele tiden ligger relevant information, ligesom der er mulighed for en række services herunder tilmelding til generalforsamling og afgivelse af fuldmagt. Det har hele tiden været bestyrelsens intention, at "afstanden" mellem medlem og forening skal være kort, og med elektronisk kommunikation er der endog mulighed for at gøre den endnu kortere. Således er der i dag en omfattende kommunikation med medlemmerne via e-mail, hvor det tilstræbes at holde svartiden under 24 timer.

Årets afkast

I forventningerne fra sidste årsrapport kunne man bl.a. læse, at "Udsigterne for forbruget ser ud til at svækkes i 2008. Der er tre overordnede grunde til dette. Virksomhederne viser modvilje i at ansætte nye medarbejdere og foretage nyinvesteringer. Inflationen er høj med blandt andet højere oliepriser og højere fødevarerpriser, hvilket presser realindkomsten ned for de amerikanske forbrugere samtidig med, at boligpriserne stadig ser ud til at falde. Så kreditkrisen ser ikke ud til at være slut endnu. Inflation forventes at forblive høj i foråret, og der er stor sandsynlighed for en recession i første halvår af 2008." Yderligere lød det, at "Den amerikanske centralbank vil sandsynligvis skære yderligere i renten og ved udgangen af 2008 forventer vi, at Fed har sænket renten til 2,75 %." Så man kan næppe påstå, at der blev malet med nogen særlig positiv pensel, men at året skulle få et forløb, hvis lige ikke er set siden krakket i 1929 var der få, der havde fantasi til at forudse.

Dette har naturligvis aflejret sig i årets afkast, der ud fra en absolut betragtning befandt sig i intervallet -68 til + 9 pct.

Ikke overraskende er det en obligationsafdeling, der bliver årets topscorer. Afdeling Danske Obligationer kunne således leverede imponerende 8,65% i afkast, hvilket desuden gjorde den til en af de bedste danske obligationsafdelinger i sin kategori.

Udbytter

I årene 2007 og 2008 udbetalte foreningen i omegnen af 1 mia. kroner i udbytte til medlemmerne. Udbytterne baserede sig i hovedtræk på skattemæssige realiserede gevinster, som var oparbejdet i de foregående 3 år. I 2008 var der selvsagt ikke mulighed for at realisere særligt mange positive gevinster, hvorfor den kommende udlodning bliver særdeles beskedn i sammenligning med tidligere. Samlet set estimeres den kommende udlodning til 27 mio. kr., hvoraf langt den største del sker fra afdeling Danske Obligationer.

Risici

Enhver investering er forbundet med risici, og som tommelfingerregel kan man ofte aflede, at de største risici ligeledes rummer de største chancer for et afkast, der står mål hermed. I forhold til mange øvrige aktiver har danske obligationer en relativt lav risiko, d.v.s. at risikoen for en stor formuegevinst/-tab er begrænset. Et obligationsafkast er sammensat af en rente og en kursregulering.

I perioder med rentefald vil afdelingen være begunstiget af positive kursreguleringer, mens de løbende genplaceringer vil blive foretaget til lavere renter. Omvendt vil der i perioder med rente stigninger være kurstab, mens de løbende genplaceringer vil blive foretaget til højere renter. Set over en længere årrække udlignes dette forhold. I afdelingerne med udenlandske obligationer er risici mere komplekse.

I både Afdeling High Yield og Afdeling Emerging Markets Obligationer kan risici betegnes som værende middel og kan bedst beskrives som værende større end ved investeringer i traditionelle stats- og realkreditobligationer, men mindre end ved investering i en global aktieportefølje.

Risici afhænger af udviklingen i obligationspriserne, som følge af generelle renteændringer, valutakursudsving og i stor grad ændringer i debitorqualiteten. Ved investering i emerging markets obligationer skal især den politiske og specifikke landerisiko tages i betragtning. Risikoen i porteføljen er dagligt kontrolleret via et fastsat mål for tracking error. Kontrollen bliver foretaget af et selvstændigt risk management team.

Afkastet på high yield obligationer består af en kuponrente samt kursregulering forårsaget af såvel ændringer i det absolutte renteniveau som forskydninger i de enkelte virksomheders rating. Bliver en virksomheds rating op- eller nedjusteret, vil kursen på de udstedte obligationer isoleret set stige eller falde på baggrund af denne hændelse.

Afkastet på high yield obligationer er endvidere afhængigt af det aktuelle stadie af den økonomiske cyklus. High yield obligationer vil således forventningsvis give et lavere afkast og have en højere risiko i "dårlige tider" end i "normale/gode tider". Dette kan også udtrykkes ved, at high yield obligationernes "aktieegenskaber" indtræder, og "obligationsegenskaberne" reduceres i "dårlige tider".

Det modsatte er gældende i "normale/gode tider". Omfanget af disse egenskaber afhænger primært af den aktuelle kreditkvalitet. For at begrænse de afkastmæssige konsekvenser af såvel økonomiens aktuelle konjunkturstadie som enkelte selskabsspecifikke hændelser, er risikostyringen for afdelingens investeringer i fokus, hvilket blandt andet kommer til udtryk i en stor spredning på enkeltudstedere samt en generelt højere kreditkvalitet end benchmark.

Både Afdeling High Yield og Afdeling Emerging Markets obligationer har begrænset deres valutarisici, da en overvejende del af eksponeringen er korreleret med EUR, som er tæt forbundet med DKK. Historisk har afkastet på aktier udvist relativt store udsving. Betragtes aktieinvesteringer over en længere periode udjævnes udsvingene over årene. Historisk set har aktieinvesteringer med en lang tids-horisont givet et større afkast end obligationsinvesteringer.

Ved investering i foreningens aktieafdelinger sikres en spredning af investeringen på flere aktier, hvilket nedbringer risikoen i forhold til investering i enkeltaktier. Sammensætningen af porteføljerne sker under hensyntagen til den forbundne risiko ved hver enkelt aktieinvestering således, at porteføljens samlede risiko minimeres.

Foreningen fokuserer på at opnå det bedst mulige langsigtede afkast med den lavest mulige risiko. Risici fordeler sig ikke overraskende meget varieret på de forskellige aktiemarkeder.

Således må risici i industrielt udviklede lande betegnes som værende mindre end i udviklingslande, hvilket i foreningen f.eks. kan illustreres med den spændvidde, der er mellem Afdeling Danmark og Afdeling Rusland. Således er risici i Afdeling Danmark af almindelig karakter, hvor informationsstrømmen er mere eller mindre velkendt i markedet, mens Afdeling Rusland i lighed med øvrige emerging markets er betydeligt mere eksponeret for overraskelser med både positiv og negativ indflydelse på kursudviklingen. Således kan alene den politiske udvikling i de nye markeder ofte være en faktor med større betydning for kursdannelsen end selve selskabernes udvikling.

Foreningen søger at begrænse sin risiko for negativt afkast ved grundigt at analysere de markeder og værdipapirer, der foretages placeringer på og i.

GIPS

Foreningen har opfyldt GIPS-standarden siden 1. januar 1995 og blev tilbage i 2000 GIPS-certificeret og opfylder dermed internationale retningslinier for, hvordan der bl.a. udregnes et afkast, som er sammenlignelig med andre foreningers afkast, der følger GIPS-standarden.

GIPS er den globale, etiske standard for beregning og præsentation af afkast. Standarden anses for at være markedets benchmark på området. Præsentationsstandard er udarbejdet og sponsoreret af CFA Institute. Der er alene tale om en frivillig opgørelsesmetode, som udover ovennævnte sammenlignelighed også kan tjene til en øget troværdighed omkring de præsterede resultater.

Hvert år udgiver foreningen en særskilt GIPS rapport, hvor medlemmer og andre interessenter med interesse for de finere detaljer kan søge yderligere information om foreningen. Rapporten udarbejdes af Ernst & Young og er naturligvis tilgængelig på foreningens hjemmeside under 'Informationsmateriale'.

Udviklingen i 2008

Det blev de store overskifters år, ikke bare pga. historiske tab på de finansielle markeder, men også fordi året har budt på de største daglige udsving nogensinde, bl.a. fremprovokeret af statslig intervention. Aldrig før i den frie økonomi har stater og centralbanker nemlig været så involveret i markedet, som det har været tilfældet i 2008. Begivenhederne vil udfordre lærebøgernes gængse værktøjer til løsning af finansielle og økonomiske problemer, og især fire udfordringer synes dominerende efter et år, hvor finanskrisen og oliekrise foreløbig er endt med et element af finansiell stabilisering. Desværre også med en historisk nedgang i den økonomiske aktivitet.

Det første spørgsmål er, hvordan centralbanker og regeringer kan stimulere økonomien under en så voldsom kreditkrise. En stor del af udfordringen er, at bankerne p.t. er uvillige til at låne til hinanden.

Problemet toppede i oktober, da aktiver overalt led store tab. Den amerikanske centralbank har derfor gradvist sænket renten fra 5,25% til historisk lave 0%-0,25% (interval) og samtidig gjort det klart, at banken vil anvende utraditionelle værktøjer, herunder direkte opkøb af lang realkreditgæld, for at sænke de lange renter og for at tilføre likviditet generelt. I Europa har ECB ligeledes pumpet massive mængder likviditet ud, samtidig med at renten er sænket fra 4,25% til 2% på få måneder. Den danske nationalbank har sænket renten fra 5,5% til 3% i et forløb, hvor den undervejs måtte udvide renteforskellen markant til ECB-renten i et forsvar af kronen.

For det andet vil det gamle tema om, hvilke institutioner (evt. industrier) man kan tillade at gå konkurs, blive analyseret igen og igen. Var kollapset af Lehman Brothers i september den berømte dråbe, der beseglede skæbnen ikke bare for finanssystemet, men også for realøkonomien? Faktum er i hvert fald, at de realøkonomiske forhold er forværret dramatisk siden netop september. Recessionen er allerede bekræftet i Eurozonen, og er ligeledes kommet til USA og Japan, mens udviklingslandene stadig har relativ høj, men stærkt aftagende vækst. Fremadrettet forventer de fleste store banker og internationale institutioner et 2009 med kraftig recession på globalt plan. IMF forventer eksempelvis en global vækst på 0,5%-point, hvilket er det laveste niveau siden Anden Verdenskrig (IMF's start). Denne forudsigtelse bekræftes i signaler fra industrien og husholdningerne, hvor tilliden er styrtdykket og nu ligger på de



laveste niveauer siden de store oliekriser i 1980'erne.

Den økonomiske aktivitet er således generelt kollapsede, og det gælder både investeringer og privatforbrug. Især boligrelaterede investeringer lider, men også maskin- og IT-investeringer er blevet ramt. De stramme udlånsvilkår hos bankerne har blot gjort situationen endnu værre i forhold til nyinvesteringer. Det private forbrug er flere steder, trods skattelettelse og aftagende inflation, usædvanligt negativt. Udover kreditstramningen er faldende aktie- og boligpriser også med til at presse den marginale forbrugstilbøjelighed, som i stedet kanaliseres i opsparring. Flere steder er der barberet op mod halvdelen af aktiernes markedsværdi i 2008. I USA, Europa og Japan sluttede de store indeks året med afkast omkring ca. -40%, hvilket for USA's vedkommende var den største nedtur siden depressionen i 1930'erne. Boligpriserne styrtdykker overalt, især i USA, hvor priserne i storbyerne i gennemsnit er faldet med 25% siden toppen. I de store regioner er arbejdsløsheden tilmed også begyndt for alvor at røre på sig. I USA er den på det højeste i 15 år med over 7%, og der afskediges 500.000 personer om måneden. Målt på hele 2008 blev tabet af arbejdspladser det største siden 1945. Randlandene i Europa har været ramt af stigende arbejdsløshed i længere tid, men det er først på det seneste, at Tyskland følger trop og ligeledes ser afskedigelser i stor stil. Tabet af arbejdspladser er historisk og sætter naturligvis dybe spor i købelysten i husholdningerne.

For det tredje vil den centralbankpolitiske reaktion på inflationsudviklingen blive analyseret. De fleste centralbanker har en eksplicit målsætning om at holde inflationen på et bestemt niveau, ECB opererer således med 2%. ECB valgte i august at hæve renten pga. af en inflation, der blev drevet op af råvarernes himmelflugt, mens ECB blot få måneder senere, bla. som følge af olieprisfald, har sænket renten fra 4,25% til 2%. Inflationen er nu kommet under 2% flere steder, herunder også i USA hvor bekymringen, som det også var tilfældet i 2003, nu er deflation, hvorved der forstås et generelt fald i prisniveauet, som får forbrugere og virksomheder til at udskyde planlagte indkøb eller investeringer.

Sidst vil der igen være fokus på den såkaldte dekopling mellem de store regioner. Det var således langt ind i 2008 generelt forventet at nedgangen i USA, Europa og Japan kun ville blive moderat, da Emerging Market landene som Brasilien, Rusland, Indien og Kina ville "dekoble" fra denne (vestlige) konjunkturedgang. Dette viste sig dog langt fra at være tilfældet, da Emerging landene blev ramt mindst lige så hårdt. Den vestlige nedgang blev derfor ikke afbødet men derimod forstærket i det, der er blevet en synkroniseret global nedtur.

Forventninger til 2009

Det er et ekstremt vanskeligt år at komme med skrāsikre forventninger til. Alle scenarier er som altid i spil, men når centralbanker og politikere i så høj grad er involveret i markedets gang, bliver det om end endnu vanskeligere at prognosticere. Løbende bliver der således iværksat nye initiativer, der er uden historiske fortilfælde. Initiativerne er i sig selv ekstraordinære, og det samme gælder derfor også markedsreaktionen. Generelt vil der komme masser af støj med store udsving i de finansielle aktivklasser til følge. Det er dog vigtigt at fokusere på, at samtlige initiativer er sat i søen med det formål at stimulere den samlede efterspørgsel for at sikre stabilitet, vækst og beskæftigelse. Timingen er usikker, men tendensen vil gå imod bedre tider med de indgreb, der allerede er foretaget, men også med de indgreb, der uundgåeligt vil komme, hvis ikke effekten er som forventet. Globalt er der således signaleret en klar vilje til at gribe ind i det private marked for at beskytte realøkonomien mod yderligere svækkelse.

Den drivende kraft er mere end nogensinde før i hænderne på investorernes risikoappetit, som påvirkes af et sammenspil mellem

konjunkturen og likviditetssituationen i markedet. Den øjeblikkelige tilstand på markedet er fastfrosset som følge af, at bankerne ikke tør låne ud pga. de dårlige konjunkturer, og omvendt vil konjunkturerne ikke blive meget bedre, uden at bankerne udlåner den massive likviditet, som centralbankerne har stillet til rådighed. Situationen er dog blevet opblødt en smule og med fortsatte centralbankpolitiske tiltag, der sikrer likviditet til den private sektor uden om bankerne samtidig med historiske skattelettelser, er der en god mulighed for en gradvis forbedring af den økonomiske aktivitet og likviditet, hvilket ultimativt vil skærpe appetitten efter risiko.

Vi vurderer, at det første halvår bliver præget af stor volatilitet på markederne, hvor investorerne sandsynligvis stadig vil være en smule forsigtige overfor aktier, råvarer og ejendomme, mens fokus i højere grad vil være på bolig- og virksomhedsobligationer med høj kredit rating (investment grade), herunder også danske realkreditobligationer. Situationen lige nu tilsiger, at centralbankerne vil fortsætte med at sænke de styrende renter, hvilket dog ikke nødvendigvis vil gavne de lange statsobligationer, da der samtidig realiseres rekordstore statsbudgetunderskud som følge af de statslige indgreb.

I takt med de politiske indgrebs effekt på realøkonomien og risikoappetitten vil aktier sandsynligvis igen komme på dagsordenen senere på året.

Generelt går vi et år i møde med store udfordringer, men med

samme interesse for alle aktører, både politikere og markedsdeltagere. Det fælles mål er, at den nuværende økonomiske tilstand, som på mange måder i hvert fald på de finansielle markeder er sammenlignelig med 1930'erne, ikke får samme effekt på vækst og beskæftigelse som dengang. Det skal nævnes at den største forskel (foreløbig) i forhold til dengang er aggressiviteten, hvormed politikere og centralbanker har reageret på den nuværende krise.

Bestyrelsen

Nærmere oplysninger om bestyrelsen herunder øvrige ledelseshverv findes på side 34.

På billedet nedenfor ses bestyrelsen, fra venstre Morten Riise-Knudsen, Karin Arnstedt, Niels Ulrik Heine og Lars Andersen.

Generalforsamling 2009

Den ordinære generalforsamling afholdes

onsdag den 18. marts 2009 kl. 16.30

i Moltkes Palæ, Dr. Tværgade 2, 1302 København K.



Hoved- og nøgletal

| Netto resultat (1.000 kr.) | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|
| Danske Obligationer | 28.826 | 5.609 | 5.454 | 16.460 | 16.623 |
| Danmark | -192.984 | -58.493 | 334.698 | 471.547 | 251.918 |
| USA | -12.164 | -391 | 151 | 25.253 | -720 |
| Rusland | -504.384 | 133.770 | 369.513 | 321.149 | -1.338 |
| Europa | -73.043 | -3.533 | 26.996 | 38.321 | 3.021 |
| Norden | -40.382 | -3.647 | 22.367 | 31.593 | 13.186 |
| High Yield | -117.054 | 7.531 | 29.222 | 19.292 | 57.629 |
| Small Cap Europa | -89.169 | -18.117 | 73.695 | 106.784 | 38.788 |
| Emerging Market obl. | -23.261 | -383 | 10.610 | 9.868 | 1.134 |
| Formue ultimo året (1.000 kr.) | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
| Danske Obligationer | 379.602 | 343.046 | 376.500 | 601.082 | 313.356 |
| Danmark | 178.221 | 824.396 | 1.424.375 | 1.348.288 | 1.035.838 |
| USA | 42.593 | 26.173 | 45.503 | 98.605 | 65.001 |
| Rusland | 225.829 | 856.323 | 998.484 | 694.174 | 471.128 |
| Europa | 68.122 | 198.474 | 196.904 | 183.789 | 228.484 |
| Norden | 32.687 | 110.337 | 114.578 | 105.286 | 78.367 |
| High Yield | 392.295 | 450.436 | 568.177 | 742.615 | 668.604 |
| Small Cap Europa | 57.474 | 184.289 | 425.546 | 390.694 | 323.070 |
| Emerging Market obl. | 85.204 | 112.802 | 102.191 | 111.127 | 94.636 |
| Cirkulerende andele (stk.) | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
| Danske Obligationer | 3.624.023 | 3.403.381 | 3.680.888 | 5.677.932 | 2.932.070 |
| Danmark | 1.529.152 | 2.907.057 | 3.864.865 | 4.112.887 | 4.472.442 |
| USA | 719.910 | 272.960 | 456.882 | 978.367 | 796.376 |
| Rusland | 4.249.408 | 3.925.283 | 5.024.365 | 5.039.139 | 5.722.566 |
| Europa | 1.370.827 | 1.968.713 | 1.906.788 | 2.029.705 | 3.093.011 |
| Norden | 772.259 | 990.340 | 996.758 | 1.125.922 | 1.092.600 |
| High Yield | 5.958.645 | 4.943.861 | 5.814.304 | 7.978.431 | 6.655.553 |
| Small Cap Europa | 1.498.738 | 1.554.555 | 2.600.870 | 2.405.424 | 2.446.336 |
| Emerging Market obl. | 1.125.562 | 1.059.310 | 909.113 | 1.054.065 | 930.967 |
| Indre værdi pr. andel (DKK) | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
| Danske Obligationer | 104,75 | 100,80 | 102,29 | 105,86 | 106,87 |
| Danmark | 116,55 | 283,58 | 368,54 | 327,82 | 231,60 |
| USA | 59,16 | 95,88 | 99,59 | 100,79 | 81,62 |
| Rusland | 53,14 | 218,16 | 198,73 | 137,76 | 82,33 |
| Europa | 49,69 | 100,81 | 103,26 | 90,55 | 73,87 |
| Norden | 42,33 | 111,41 | 114,95 | 93,51 | 71,73 |
| High Yield | 65,84 | 91,11 | 97,72 | 93,08 | 100,46 |
| Small Cap Europa | 38,35 | 118,55 | 163,62 | 162,42 | 132,06 |
| Emerging Market obl. | 75,70 | 106,49 | 112,41 | 105,43 | 101,65 |
| Årets afkast i pct. | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
| Danske Obligationer | 8,65 | 1,73 | 0,46 | 3,88 | 5,51 |
| Danmark | -46,45 | -6,98 | 27,59 | 43,95 | 32,21 |
| USA | -37,46 | -2,82 | -1,19 | 23,49 | -1,22 |
| Rusland | -68,06 | 18,76 | 54,12 | 72,32 | -1,60 |
| Europa | -49,29 | -1,04 | 15,53 | 24,96 | 1,69 |
| Norden | -49,45 | -1,78 | 22,93 | 32,14 | 21,72 |
| High Yield | -23,88 | 1,42 | 4,99 | 2,78 | 9,25 |
| Small Cap Europa | -58,58 | -12,11 | 19,63 | 34,87 | 13,83 |
| Emerging Market obl. | -21,39 | -0,08 | 10,07 | 9,30 | 1,65 |
| - | | | | | |
| Årets benchmarkafkast i pct. | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
| Danske Obligationer | 9,53 | 1,65 | 0,31 | 5,22 | 7,02 |
| Danmark | -49,32 | 7,97 | 22,36 | 41,32 | 25,82 |
| USA | -37,59 | -1,64 | 5,53 | 24,31 | 3,56 |
| Rusland | -70,71 | 6,95 | 57,80 | 89,65 | 3,35 |
| Europa | -45,06 | -0,30 | 16,51 | 23,13 | 8,16 |
| Norden | -51,42 | 4,62 | 28,03 | 27,64 | 20,65 |
| High Yield | -28,30 | 0,72 | 8,23 | 2,61 | 11,83 |
| Small Cap Europa | -51,94 | -7,50 | 27,70 | 34,74 | 19,10 |
| Emerging Markets Obligationer | -12,47 | 4,83 | 7,59 | 10,02 | -3,04 |

¹Afdeling Emerging Markets Obligationers regnskabsperiode var 31.03.04-31.12.04

Hoved- og nøgletal

| Omkostningspct. | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
|---|--------|-------|-------|-------|-------------------|
| Danske Obligationer | 0,67 | 0,66 | 0,64 | 0,65 | 0,64 |
| Danmark | 1,41 | 1,35 | 1,34 | 1,36 | 1,36 |
| USA | 1,80 | 1,62 | 1,44 | 1,50 | 1,49 |
| Rusland | 2,49 | 2,40 | 2,41 | 2,44 | 2,44 |
| Europa | 1,52 | 1,40 | 1,43 | 1,48 | 1,41 |
| Norden | 1,56 | 1,47 | 1,45 | 1,50 | 1,51 |
| High Yield | 0,97 | 0,97 | 0,98 | 0,99 | 0,98 |
| Small Cap Europa | 1,69 | 1,60 | 1,59 | 1,60 | 1,60 |
| Emerging Market obl. | 1,05 | 1,01 | 0,99 | 1,03 | 1,10 |
| Omsætningshastighed | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
| Danske Obligationer | 3,36 | 2,96 | 2,07 | 2,98 | 0,98 |
| Danmark | 0,14 | 0,17 | 0,19 | 0,23 | 0,45 |
| USA | 1,79 | - | 0,80 | 0,68 | 0,71 |
| Rusland | 0,87 | 0,34 | - | 0,08 | 0,19 |
| Europa | 0,68 | 1,02 | 0,44 | 0,21 | 0,96 |
| Norden | 0,95 | 1,75 | 0,18 | 0,54 | 0,35 |
| High Yield | 0,21 | 0,51 | 0,40 | 0,41 | 0,27 |
| Small Cap Europa | 1,83 | 0,76 | 0,76 | 0,76 | 1,13 |
| Emerging Market Obligationer | 0,15 | 0,85 | 1,16 | 2,49 | 0,67 |
| Sharpe ratio | 2008 | | | | |
| Danske Obligationer | 0,18 | | | | |
| Danmark | 0,03 | | | | |
| USA | -0,71 | | | | |
| Rusland | -0,11 | | | | |
| Europa | -0,58 | | | | |
| Norden | -0,19 | | | | |
| High Yield | -0,54 | | | | |
| Small Cap Europa | -0,51 | | | | |
| Emerging Market obl. | -0,34 | | | | |
| ÅQP (Årlig omkostning i pct.) | 2008 | | | | |
| Danske Obligationer | 0,91 | | | | |
| Danmark | 1,72 | | | | |
| USA | 2,39 | | | | |
| Rusland | 4,12 | | | | |
| Europa | 3,01 | | | | |
| Norden | 2,83 | | | | |
| High Yield | 1,17 | | | | |
| Small Cap Europa | 4,83 | | | | |
| Emerging Market obl. | 1,24 | | | | |
| Tab på aktier til fremførsel (1.000) | 2008 | | | | |
| Danmark | 182 | | | | |
| USA | 53.911 | | | | |
| Rusland | 44.307 | | | | |
| Europa | 71.784 | | | | |
| Norden | 18.456 | | | | |
| Small Cap Europa | 73.328 | | | | |
| Udlodning pr. andel (DKK) | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 ¹ |
| Danske Obligationer | 4,50 | 4,50 | 3,25 | 4,00 | 5,00 |
| Danmark | 3,00 | 57,25 | 62,00 | 42,00 | 4,25 |
| USA | - | 1,00 | 1,00 | 0,00 | 0,00 |
| Rusland | - | 44,00 | 14,50 | 10,75 | 2,75 |
| Europa | 2,50 | 2,25 | 1,50 | 1,25 | 1,50 |
| Norden | 1,25 | 23,50 | 1,50 | 0,00 | 1,00 |
| High Yield | - | 4,50 | 8,00 | 0,00 | 10,00 |
| Small Cap Europa | 1,25 | 22,00 | 29,25 | 28,50 | 12,75 |
| Emerging Market obl. | - | 10,25 | 5,75 | 3,25 | 5,25 |
| Revisionshonorar | 2008 | | | | |
| Investeringsforeningens revisionshonorar til revisor | 307 | | | | |
| Investeringsforeningens honorar til revisor for andre ydelser | 36 | | | | |
| Investeringsforeningens samlede honorar til revisor | 343 | | | | |

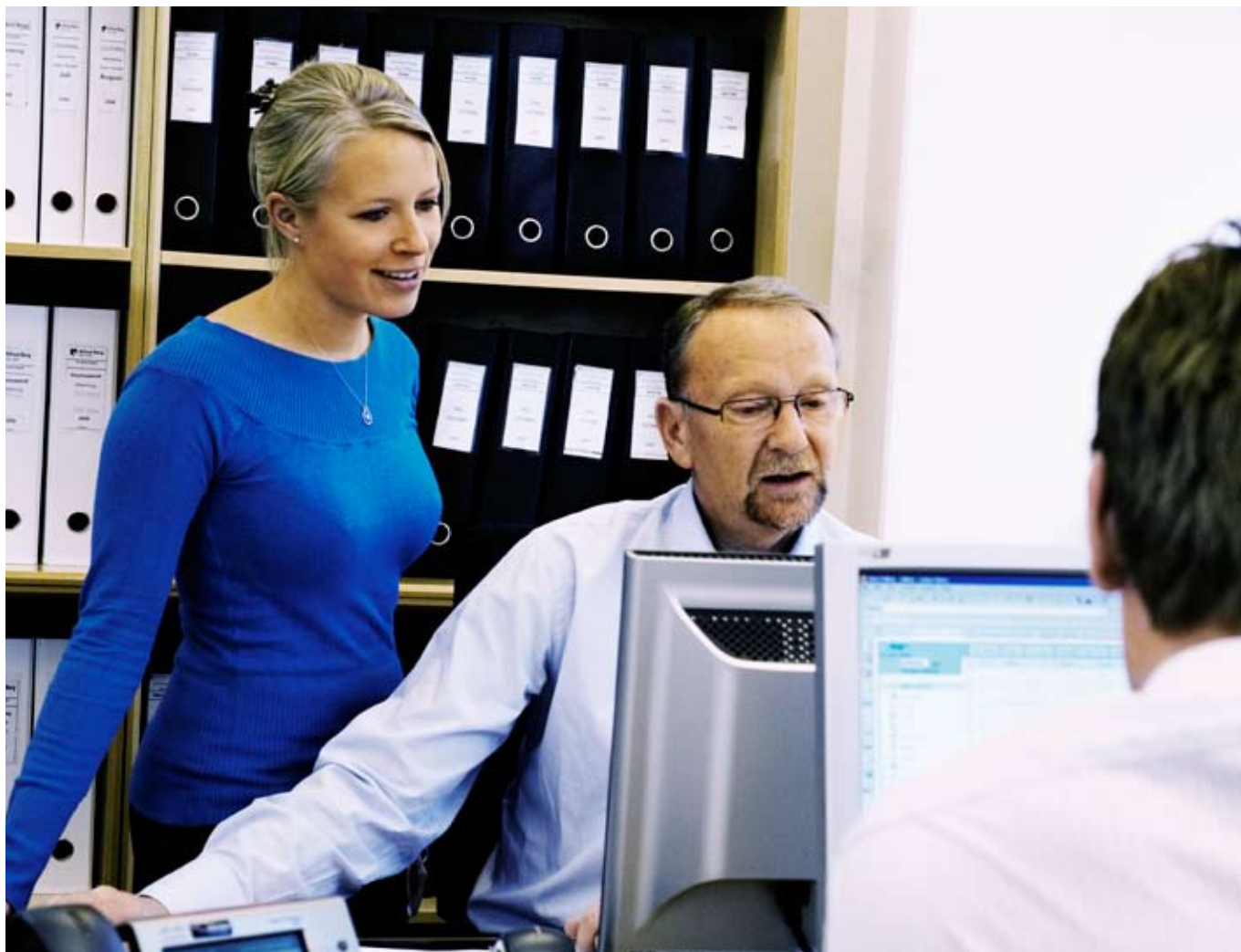
¹Afdeling Emerging Markets Obligationers regnskabsperiode var 31.03.04-31.12.04

Hoved- og nøgletal

Skattebehandling af udbytter 2008

| Personer | Udbytte (kr. per andel) | Kapitalindkomst (kr. per andel) | Aktieindkomst (kr. per andel) | Skattefri indkomst (kr. per andel) | Pensionsskattepligtig (i pct.) |
|----------------------|----------------------------|------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|
| Danske Obligationer | 4,50 | 4,50 | 0,00 | 0,00 | 100,00 |
| Danmark | 3,00 | 0,28 | 2,72 | 0,00 | 100,00 |
| USA | - | - | - | - | - |
| Rusland | - | - | - | - | - |
| Europa | 2,50 | 0,03 | 2,47 | 0,00 | 100,00 |
| Norden | 1,25 | 0,02 | 1,23 | 0,00 | 100,00 |
| High Yield | - | - | - | - | - |
| Small Cap Europa | 1,25 | 0,08 | 1,17 | 0,00 | 100,00 |
| Emerging Market obl. | - | - | - | - | - |

| Selskaber | Selskabsindkomst medtages med 100% (kr. per andel) | Udbytte medtages med 66% (kr. per andel) |
|----------------------|--|--|
| Danske Obligationer | 4,50 | 0,00 |
| Danmark | 0,49 | 2,51 |
| USA | - | - |
| Rusland | - | - |
| Europa | 0,03 | 2,47 |
| Norden | 0,12 | 1,13 |
| High Yield | - | - |
| Small Cap Europa | 0,18 | 1,07 |
| Emerging Market obl. | - | - |



Anvendt Regnskabspraksis

Årsrapporten

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med reglerne i Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., Finanstilsynets Bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

Resultatopgørelsen

Indtægter og omkostninger er periodiseret og indeholder således de beløb, der kan henføres til regnskabsåret, bortset fra udbytte som først indtægtsføres, når udbyttet modtages. Modtagne brutto-udbytter korrigeres for ikke-refunderbar udbytteskat.

Kursgevinster og -tab

I det regnskabsmæssige resultat indgår såvel realiserede som urealiserede kursgevinster/-tab. De realiserede kursgevinster/-tab opgøres som forskellen mellem salgsværdien og værdien primo regnskabsåret henholdsvis anskaffelsværdien i regnskabsåret. De urealiserede kursgevinster/-tab opgøres som forskellen mellem kursværdien ultimo regnskabsåret og kursværdien primo regnskabsåret henholdsvis anskaffelsværdien i regnskabsåret.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger relateret til handler udført i forbindelse med den løbende porteføljepleje. Handelsudgifter i forbindelse med emissioner eller indløsninger føres som en emissions-/indløsningsomkostning på formuen.

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne i forhold til deres højeste formueværdi i hver af afdelingerne indenfor regnskabsåret, jf. vedtægternes §22.

Udlodning

I formuebevægelserne er indeholdt udlodningsregulering, således at de udlodningspligtige beløb er korrigeret efter udviklingen i cirkulerende mængde. Udlodningsreguleringen beregnes således, at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger. Rådighedsbeløbet til udlodning består herudover af de i regnskabsåret indtjente renter og udbytter, realiserede og urealiserede kursgevinster i henhold til de i ligningslovens § 16C anførte krav til minimumsudlodningen med fradrag af administrationsomkostninger.

Balancen

Børsnoterede værdipapirer er optaget til børskurs ultimo regnskabsperioden. Dog optages udtrukne obligationer til kurs 100. Udenlandske værdipapirer er omregnet efter valutakursen ultimo regnskabsperioden. Ved køb eller salg af værdipapirer indgår henholdsvis udgår disse af beholdningen på handelstidspunktet. Værdien af sådanne poster er opført under betegnelsen mellemværende vedrørende handelsafvikling.

Under aktiver indgår værdien af emissioner og solgte værdipapirer, mens der under passiver indgår værdien af indløsninger og købte værdipapirer.

Afledte finansielle instrumenter, der ikke er genstand for offentlig kursnotering, værdiansættes til beregnet handelsværdi på baggrund af de underliggende instrumenters officielt noterede kurser/handelsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi er opført under aktiver, mens afledte finansielle instrumenter med negativ dagsværdi er opført under passiver.

Nøgletal - definitioner

Indre værdi pr. andel

Medlemmernes formue/cirkulerende andele ultimo året.

Årets afkast i procent

$((\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}) / (\text{Indre værdi primo året}) - 1) \times 100$. Hvor geninvesteret udlodning opgøres således: $\text{udlodning} \times \text{indre værdi ultimo året} / \text{indre værdi umiddelbart efter udlodning}$.

Omkostningsprocenten

$(\text{Årets administrationsomkostninger} / \text{medlemmernes gennemsnitlige formue}) \times 100$. Gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret.

Omsætningshastighed

$((\text{Kursværdi af køb} + \text{kursværdi af salg}) / 2) / \text{medlemmernes gennemsnitlige formue}$. Kursværdi af køb og salg opgøres på baggrund af de realiserede købs- og salgspriser inkl. kurtage. Køb og salg er udelukkende i forbindelse med løbende porteføljepleje. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under omkostningsprocenten.

Standardafvigelse/volatilitet

Standardafvigelsen er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større volatilitet, jo større er usikkerheden omkring investeringens fremtidige afkast. Volatiliteten er således et risikomål. Volatiliteten udtrykkes sædvanligvis i procent pr. år. Volatiliteten er et mål for afkastets spredning omkring sin middelværdi – afkastets standardafvigelse. Hvis afkastet er normalfordelt kan det forventes, at ca. 2/3 af alle afkastobservationer falder mellem middelværdien plus standardafvigelsen og m

Afdeling Danmark

Afdelingens profil

Afdeling Danmark investerer i danske aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til OMXCCAP.

Afdelingen investerer i kvalitetsselskaber, der kan levere salgs-, indtjenings- samt cashflow vækst og hvor det fremtidige potentiale ikke er fuldt inddiskonteret i den aktuelle aktiekurs. Investeringerne er baseret på fundamental in-house industri- og selskabsanalyse. Porteføljens investeringer er genstand for kontinuerlig aktiv overvågning. Porteføljens sammensætning har et bottom-up udgangspunkt, dog under løbende påvirkning af makroøkonomiske forventninger, der har en afgørende indflydelse på den valgte sektorsammensætning. Porteføljens sammensætning sker under hensyntagen til en kontrolleret risikostyring, således at merafkastpotentialet står mål med porteføljens risiko.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|----------------|
| Benchmark | OMXCCAP |
| Afdelingsformue | 178.221 t.kr. |
| Indre værdi | 116,55 DKK |
| Cirkulerende mængde | 1.529.152 stk. |
| Startdato | 15-12-94 |
| Seneste udbytte | 3,00 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | 3,80 | 3,55 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 18,34 | 19,31 |
| Sharpe-Ratio | 0,03 | 0,02 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|----------------------------|-----|
| Vestas Wind Systems | 9,3 |
| Novo Nordisk B (107.4872m) | 9,3 |
| Danisco | 6,1 |
| A.P. Møller - Mærsk | 5,5 |
| Nordea - stk 0,39632 EUR | 5,4 |
| Novozymes B (107.4872m) | 4,9 |
| Coloplast B (18m) | 4,8 |
| TrygVesta | 4,8 |
| Topdanmark | 4,8 |
| FLS Industries B. | 4,5 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| | |
|----------------------|--------|
| Industri | 28,62 |
| Medicinal | 23,86 |
| Finans | 17,03 |
| Konsumtvarer | 12,77 |
| Materialer | 7,85 |
| Energi | 0,72 |
| Øvrige incl. kontant | 9,15 |
| I alt | 100,00 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -192.984 t.kr. svarende til et afkast på -46,6%, hvilket er 2,7% bedre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -49,3%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 178,2 mio. kr., hvilket er et fald på 78,4% i forhold til ultimo 2007. Bestyrelsen indstiller, at der udbetales 3,00 kr. pr. andel i udbytte.

Udviklingen i 2008

Afdelingens benchmarkindeks (OMXCCAP) viste et markant fald i 2008. Faldet skyldes en voksende frygt for, at vi er på vej ind i en dyb recession, hvilket resulterede i et historisk dårligt markedsafkast. På de globale aktiemarkeder var udviklingen identisk med det danske aktiemarked med markante kursfald.

Kursudviklingen har været meget forskellig fra sektor til sektor. Medicinal-, medtech- og forsikringsselskaber klarede sig bedre end markedet generelt. Disse aktier betragtes generelt som mindre recessionsfølsomme, hvilket bekræftes af stigende indtjening i selskaberne. Bankaktier, byggeselskaber og rederier klarede sig derimod væsentligt dårligere end markedet som helhed. Bankaktierne blev ramt af voksende tab på udlån til især bygge- og ejendomsselskaber, mens rederierne blev ramt af faldende shippingrater.

Afdelingen realiserede i 2008 et afkast over benchmark. Det var især vore investeringer i Topdanmark og Coloplast, samt undervægte i bank- og byggeriaktier der bidrog positivt til afkastet. Omvendt bidrog vore overvægte i NKT Holding og D/S Norden negativt til afkastet.

I marts 2008 fik afdelingen ny porteføljeforvalter, norske Albert Collett, som gennem en årrække har haft stor succes med at slå benchmark i Norden. Herudover blev Erik Bak ansat som senior equity analyst. Sammen med Alfred Bergs 14 mand store nordiske team af forvaltere og sektor analytikere skulle forholdene fremover være til stede for en ressourcestærk forvaltning.

Forventninger til 2009

Tendenserne peger mod en dyb recession, hvilket forventes at medføre, at regeringer over hele verden vil iværksætte flere hjælpepakker, der skal sætte skub i økonomien igen.

Renterne er allerede sænket markant, men indtil videre har dette ikke været tilstrækkeligt til at få gang i økonomien. Bankerne er blevet mere tilbageholdende med at låne ud, og det vil også tage tid inden de lavere renter slår igennem. Huspriserne falder fortsat, og arbejdsløsheden er stigende, hvilket er negativt for de private husholdninger. Omvendt er det positivt, at olieprisen og fødevarerpriserne er faldet markant tilbage.

Den økonomiske vækst i Europa og USA forventes at være negativ i 2009. Vi forventer først, at effekten af hjælpepakkerne fra de lokale regeringer vil vise sig i form af en positiv økonomisk vækst i 2010. De dårlige økonomiske udsigter er imidlertid allerede indregnet i aktiekurserne, og det er vigtigt at huske på, at aktiemarkedet typisk vender et halvt år, før økonomien vender. Derfor har vi en forventning om, at aktiemarkedet i 2009 slutter i plus efter et historisk dårligt aktieår i 2008.

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|----------|----------|
| 1. Renter | 998 | 1.079 |
| 2. Udbytter | 13.021 | 20.832 |
| I alt renter og udbytter | 14.019 | 21.911 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Kapitalandele | -200.986 | -63.786 |
| 3. Handelsomkostninger | -256 | -1.581 |
| Kursgevinster og -tab | -201.242 | -65.367 |
| I alt indtægter | -187.223 | -43.456 |
| 4. Administrationsomkostninger | 5.601 | 14.756 |
| Resultat før skat | -192.824 | -58.212 |
| 5. Skat | 160 | 281 |
| Årets nettoresultat | -192.984 | -58.493 |
| Udlodningsregulering | -4.261 | -41.930 |
| Overført fra sidste år | 716 | 159 |
| I alt formuebevægelser | -3.545 | -41.771 |
| Til disposition | -196.529 | -100.264 |
| 6. Til rådighed for udlodning | 4.713 | 167.145 |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 4.588 | 166.429 |
| Overført til udlodning næste år | 125 | 716 |
| Overført til formuen | -201.242 | -267.409 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|---------|
| AKTIVER | | |
| 7. Indestående i depotselskab | 15.491 | 25.326 |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 146.175 | 745.073 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 15.732 | 51.218 |
| Unoterede aktier fra danske selskaber | 0 | 3.554 |
| 7. I alt kapitalandele | 161.907 | 799.845 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 20.507 | 286 |
| I alt andre aktiver | 20.507 | 286 |
| Aktiver i alt | 197.905 | 825.457 |
| PASSIVER | | |
| 8. Medlemmernes formue | 178.221 | 824.396 |
| Skyldige omkostninger | 268 | 1.061 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 19.416 | 0 |
| I alt anden gæld | 19.684 | 1.061 |
| Passiver i alt | 197.905 | 825.457 |

Noter

| | | |
|---|-------------|-------------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Indestående i depotselskab | 998 | 1.079 |
| 2. Udbytter (1.000 kr.) | | |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 9.614 | 18.736 |
| Noterede fra udenlandske selskaber | 1.413 | 1.874 |
| Unoterede aktier fra danske selskaber | 1.994 | 222 |
| I alt udbytter | 13.021 | 20.832 |
| 3. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 3.147 | 4.231 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -2.891 | -2.650 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 256 | 1.581 |
| 4. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 2 |
| Gebyrer til depotselskab | 152 | 145 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 3.978 | 10.906 |
| Øvrige omkostninger | 1.242 | 3.312 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 5.408 | 14.406 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 87 | 114 |
| Andre honorarer til revisorer | 15 | 12 |
| Gebyrer til depotselskab | 6 | 59 |
| Øvrige omkostninger | 85 | 165 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 193 | 350 |
| I alt administrationsomkostninger | 5.601 | 14.756 |
| 5. Skat | | |
| Ikke refunderbar skat på udbytter | 160 | 281 |
| I alt skat | 160 | 281 |
| 6. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 14.019 | 21.911 |
| Ikke refunderbar udbytteskat | -160 | -281 |
| Kursgevinst til udlodning | 0 | 202.042 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -5.601 | -14.756 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | -4.261 | -41.930 |
| Udlodning overført fra sidste år | 716 | 159 |
| I alt til rådighed for udlodning | 4.713 | 167.145 |

| | | |
|---|----------------------|--------------------|
| 7. Finansielle instrumenter (%) | 2008 | 2007 |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 91,27% | 96,50% |
| Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked | 0,00% | 0,43% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 8,73% | 3,07% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |
| Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S | | |
| 8. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 290.706 | 824.396 |
| Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -166.429 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløn. | | 4.317 |
| Emissioner i året | 90.424 | 161.796 |
| Indløsninger i året | -228.215 | -452.875 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 4.261 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -716 |
| Overført til udlodning næste år | | 125 |
| Foreslået udlodning | | 4.588 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -201.242 |
| I alt medlemmernes formue | 152.915 | 178.221 |
| 8. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 386.487 | 1.424.375 |
| Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -239.622 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløn. | | 873 |
| Emissioner i året | 37.237 | 115.607 |
| Indløsninger i året | -133.018 | -418.344 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 41.930 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -159 |
| Overført til udlodning næste år | | 716 |
| Foreslået udlodning | | 166.429 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -267.409 |
| I alt medlemmernes formue | 290.706 | 824.396 |

Afdeling USA

Afdelingens profil

Afdeling USA fokuserer på at skabe et langsigtet afkast med udgangspunkt i investeringer i særligt likvide aktier. De bedste investeringstemaer i det amerikanske investeringsunivers udvælges, og selskaberne vægtes i overensstemmelse hermed i en samlet portefølje. Fokus ligger på vækst- og kvalitetsselskaber, hvor vækstpotentialet ligger over gennemsnittet i forhold til konkurrenterne. Der udvælges omkring 35-40 selskaber med overbevisende performance, som repræsenterer de bedste investeringsideer fra vores porteføljeformidlere.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|----------------|
| Benchmark | MSCI USA (DKK) |
| Afdelingsformue | 42.593 t.kr. |
| Indre værdi | 59,16 DKK |
| Cirkulerende mængde | 719.910 stk. |
| Startdato | 15-12-94 |
| Seneste udbytte | 0,00 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | -6,04 | -3,57 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 12,99 | 12,73 |
| Sharpe-Ratio | -0,71 | -0,53 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|-----------------------------|-----|
| Waste Management Inc | 3,4 |
| BMC Software Inc. | 3,1 |
| Johnson & Johnson Com | 3,0 |
| Philip Morris International | 3,0 |
| I.B.M. Corp.Com | 3,0 |
| AT T Inc | 3,0 |
| Pfizer | 2,7 |
| Exxon Mobil Corp. | 2,6 |
| Transocean Ltd. | 2,6 |
| Apache Corp. | 2,6 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| | |
|-----------------------|--------|
| Sektor | |
| IT | 16,37 |
| Medicinal | 14,30 |
| Finans | 13,38 |
| Konsumvarer | 12,82 |
| Energi | 11,95 |
| Industri | 10,55 |
| Forbrugsgoder | 7,92 |
| Telekommunikation | 4,07 |
| Materialer | 3,05 |
| Forsyning | 3,03 |
| Øvrige, inkl. kontant | 2,57 |
| I ALT | 100,00 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -12.164 t.kr. svarende til et afkast på -37,5, hvilket var 0,1 procentpoint bedre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -37,6%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 43 mio. kr., hvilket er en stigning på 62,7% i forhold til ultimo 2007.

Bestyrelsen indstiller, at der ikke udbetales udbytte.

Udviklingen i 2008

De finansielle problemer, der startede i USA i 2007, fortsatte ind i det forløbne år og cementerede sig som en global økonomisk krise. I løbet af 2008 voksede problemerne sig så store i den nordamerikanske finansielle sektor, at en række banker enten gik konkurs eller endte med at blive overtaget af statslige organer. De voksende problemer bidrog til et investeringsklima præget af stor uro og manglende risikoappetit.

I første halvår var porteføljen ramt af krisen i den finansielle sektor, men vores undervægt i denne sektor begrænsede tabet. Oveni problemerne i den finansielle sektor oplevede det amerikanske marked i årets første måneder rekordhøje energipriser og en øget inflationsfrygt. De høje energipriser var et resultat af øget efterspørgsel samt investorspekulation. Dette var med til at forværre problemerne i USA yderligere. Ved indgangen til andet kvartal valgte vi at reducere vores overvægt i energisektoren til neutral vægt, da vi mente, at energipriserne havde nået deres toppunkt. I løbet af året fastholdte vi vores konservative holdning til markedsudviklingen, hvilket betød, at afdelingen var neutralt vægget på sektorniveau med en selektiv udvælgelse af stabile selskaber. Performancemæssigt endte vi således første halvår meget tæt op ad benchmark.

I tredje kvartal skete en momentvis vending i markedet, og den finansielle sektor sluttede kvartalet som den bedst performende sektor. Afdelingen var begunstiget af vores selektive aktievalg inden for denne sektor, men samtidig var energisektoren ramt af de faldende energipriser, hvilket kostede en del performance.

I årets sidste tre måneder fortsatte uroen, hvor især oktober og november vil stå frisk i erindringen som meget volatile og præget af stor risikoaversion fra investorerne. En nedadgående inflation gjorde det muligt for den amerikanske centralbank at komme med flere rentenedsættelser. Ligeledes sammensatte den amerikanske regering en hjælpepakke målrettet mod nødlidende sektorer. Den finansielle sektor var i denne henseende en stor aftager af indholdet i hjælpepakken. Blandt andet som følge af centralbankens og regeringens tiltag genvandt aktiemarkedet i december investeringslysten, hvilket betød, at afdelingen hentede en del af de foregående måneders tabte performance.

Forventninger til 2009

Salgspresset på de amerikanske aktier fortsatte i hele året på trods af, at mange aktier er prisfastsat på attraktive niveauer. Vi forventer, at vi i løbet af 2009 vil opleve en forbedring af investeringsklimaet, der dog vil fortsætte med at være præget af høj volatilitet. Omfanget af de negative nyheder og de fortsatte problemer i den finansielle sektor vil ikke helt forstumme, på trods af centralbankernes og regeringernes mange tiltag og initiativer. Deres vigtigste formål er at genskabe tiltroen til den finansielle sektor, så der igen kan skabes økonomisk vækst, og investeringslysten kommer tilbage.

Vi forventer, at vores selektive aktieudvælgelse med fokus på stabile selskaber med stærke vækstmuligheder vil give god beskyttelse mod de forventede kraftige kursudsving. I et marked med stor volatilitet er et sådant fokus afgørende for at opnå tilfredsstillende performance. Samtidig forventer vi at drage fordel af vores neutrale vægtning på sektorniveau, når markedet stabiliserer sig, og selskaberne igen formår at skabe bæredygtig vækst. På den baggrund er det vores mål i 2009 at levere et afkast, der ligger højere end afdelingens benchmark.

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|------|
| 1. Renter | 27 | 88 |
| 2. Udbytter | 692 | 838 |
| I alt renter og udbytter | 719 | 926 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Kapitalandele | -12.268 | -604 |
| Øvrige aktiver/passiver | -8 | -1 |
| 3. Handelsomkostninger | -92 | -12 |
| Kursgevinster og -tab | -12.368 | -617 |
| I alt indtægter | -11.649 | 309 |
| 4. Administrationsomkostninger | 485 | 543 |
| Resultat før skat | -12.134 | -234 |
| 5. Skat | 30 | 157 |
| Årets nettoresultat | -12.164 | -391 |
| Udlodningsregulering | 288 | -80 |
| Overført fra sidste år | 51 | 85 |
| I alt formuebevægelser | 339 | 5 |
| Til disposition | -11.825 | -386 |
| 6. Til rådighed for udlodning | 510 | 324 |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 0 | 273 |
| Overført til udlodning næste år | 510 | 51 |
| Overført til formuen | -12.335 | -710 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|--------|--------|
| AKTIVER | | |
| 7. Indestående i depotselskab | 1.040 | 437 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 41.501 | 25.735 |
| 7. I alt kapitalandele | 41.501 | 25.735 |
| Tilgodehavende renter, udbytte mm. | 71 | 37 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 0 | 0 |
| Andre tilgodehavender | 0 | 0 |
| Aktuelle skatteaktiver | 65 | 38 |
| I alt andre aktiver | 136 | 75 |
| Aktiver i alt | 42.677 | 26.247 |
| PASSIVER | | |
| 8. Medlemmernes formue | 42.593 | 26.173 |
| Skyldige omkostninger | 84 | 74 |
| I alt anden gæld | 84 | 74 |
| Passiver i alt | 42.677 | 26.247 |

Noter

| | | |
|---|-------------|-------------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Indestående i depotselskab | 24 | 19 |
| Øvrige indtægter | 3 | 69 |
| I alt renteindtægter | 27 | 88 |
| 2. Udbytter (1.000 kr.) | | |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 692 | 838 |
| I alt udbytter | 692 | 838 |
| 3. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 305 | 108 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -213 | -96 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 92 | 12 |
| 4. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 2 |
| Gebyrer til depotselskab | 47 | 24 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 270 | 335 |
| Øvrige omkostninger | 120 | 130 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 473 | 532 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 6 | 3 |
| Andre honorarer til revisorer | 1 | 0 |
| Gebyrer til depotselskab | 0 | 2 |
| Øvrige omkostninger | 5 | 6 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 12 | 11 |
| I alt administrationsomkostninger | 485 | 543 |
| 5. Skat | | |
| Ikke refunderbar skat på udbytter | 56 | 157 |
| I alt skat | 56 | 157 |
| 6. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 719 | 857 |
| Ikke refunderbar udbytteskat | -56 | -61 |
| Kursgevinst til udlodning | -7 | 66 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -485 | -543 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | 288 | -80 |
| Udlodning overført fra sidste år | 51 | 85 |
| I alt til rådighed for udlodning | 510 | 324 |

| | | |
|--|-------------|-------------|
| 7. Finansielle instrumenter (%) | 2008 | 2007 |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 97,56% | 98,33% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 2,44% | 1,67% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |

Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

| | | |
|--|----------------------|--------------------|
| 8. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 27.296 | 26.173 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -273 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsn. | | 10 |
| Emissioner i året | 54.712 | 35.869 |
| Indløsninger i året | -10.017 | -7.022 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | -288 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -51 |
| Overført til udlodning næste år | | 510 |
| Foreslået udlodning | | 0 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -12.335 |
| I alt medlemmernes formue | 71.991 | 42.593 |

| | | |
|--|----------------------|--------------------|
| 8. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 45.688 | 45.503 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -457 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsn. | | 44 |
| Emissioner i året | 240 | 241 |
| Indløsninger i året | -18.632 | -18.767 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 80 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -85 |
| Overført til udlodning næste år | | 51 |
| Foreslået udlodning | | 273 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -710 |
| I alt medlemmernes formue | 27.296 | 26.173 |

Afdeling Rusland

Afdelingens profil

Afdeling Rusland investerer i depotbeviser (ADRs) på russiske aktier, børsnoterede russiske aktier, russiske aktier, der er genstand for regelmæssig handel på et reguleret marked, som er tilgængeligt for offentligheden, samt i likvide midler i accessorisk omfang. Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark.

En stor del af analysearbejdet består i at vurdere makrofaktorens påvirkning af forskellige sektorer og brancher i Rusland, fordi det russiske marked i høj grad påvirkes af landets politiske og økonomiske udvikling. Parallelt med makroanalysen foretages løbende selskabsanalyser, med det formål at afdække undervurderede selskaber indenfor de enkelte brancher.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|-----------------------|
| Benchmark | RTS Alfred Berg (DKK) |
| Afdelingsformue | 225.829 t.kr. |
| Indre værdi | 53,14 DKK |
| Cirkulerende mængde | 4.249.408 stk. |
| Startdato | 09-12-97 |
| Seneste udbytte | 0,00 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | -0,29 | -0,60 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 32,93 | 36,24 |
| Sharpe-Ratio | -0,11 | -0,11 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|------------------------|-----|
| Lukoil Spons. ADR | 9,4 |
| Rosneft Oil Co-GDR | 8,6 |
| Gazprom Oao ADR | 7,1 |
| Sberbank GDR (EUR) | 6,8 |
| VTB Bank GDR | 4,8 |
| Mobile Telesystems ADR | 4,7 |
| Novolipet Steel -GDR | 4,7 |
| Norilsk Nickel ADR | 4,3 |
| Uralkali-GDR-W/I | 4,0 |
| Novatek GDR | 3,4 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| | |
|----------------------|--------|
| Sektor | |
| Energi | 36,66 |
| Materialer | 19,13 |
| Finans | 11,58 |
| Telekommunikation | 9,83 |
| Konsumtvarer | 4,97 |
| Medicinal | 1,64 |
| Forbrugsgoder | 0,36 |
| Øvrige incl. kontant | 15,82 |
| I ALT | 100,00 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -504.384 t.kr. svarende til et afkast på -68,1%, hvilket var 2,6 procentpoint bedre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -70,7%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 226 mio. kr., hvilket er et fald på 73,6% i forhold til ultimo 2007.

Bestyrelsen indstiller, at der ikke udbetales udbytte.

Udviklingen i 2008

2008 vil stå tilbage som et udfordrende år for russiske investeringer. I 2007 opstod der problemer på det amerikanske boligmarked, og disse problemer endte i løbet af året med at få store globale indvirkninger. Det russiske aktiemarked blev også ramt af store frasalg fra udenlandske investorer. Sammenholdt med meget lave energipriser i årets andet kvartal betød det, at aktiemarkedet sluttede året med at miste mere end halvdelen af sin markedsværdi. Til gengæld blev vores forventning om at overgå afkast for benchmarket indfriet i 2008 på baggrund af en undervægt i oliesektoren.

En stor national begivenhed, som i løbet af året havde mindre indflydelse på markedet, var udnævnelsen af Dmitrij Medvedev som ny præsident i februar. Grunden til at der ikke umiddelbart var en indvirkning at finde på aktiemarkedet var, at udnævnelsen var forventet, og at han forventes at fortsætte med samme politik som under Putin. I stedet var det russiske marked hårdt ramt af den finansielle krise i første kvartal, hvor investorer søgte over i mere sikre aktiver pga. manglende risikovillighed og stor usikkerhed. Afdelingens mindre undervægt i oliesektoren betød, at afdelingens performance lå lidt under performance for afdelingens benchmark.

Årets andet kvartal var en god måned for de russiske aktier. Den positive udvikling skyldtes i høj grad stigninger i olie- og råvarepriserne. der begunstigede Ruslands store energi- og råvaresektorer. Kvartalet endte dog med den russiske konflikt med Georgien i august, som betød, at vi revurderede de politiske risici ved at investere i Rusland. Vi skønner, at konflikten vil medføre, at Rusland får sværere ved at blive optaget i WTO. Betydningen heraf vil være, at udenlandske investorer vil begrænse deres investeringsaktiviteter på det russiske aktiemarked, hvilket vil have en negativ effekt på Ruslands økonomi.

Årets andet halvår blev det mest skelsættende for udviklingen på det russiske aktiemarked. Betydelige fald i råvarepriserne betød, at en høj oliepris ikke længere kunne understøtte et marked, der allerede var ramt af stor kapitalhjemtagning fra udenlandske investorer. I afdelingens aktivallokering havde vi valgt at overvægte de mere defensive sektorer, så som f.eks. sundhedsplejesektoren, på bekostning af en undervægt i den finansielle sektor og ikke mindst råvaresektoren. Dette nød afdelingen performancemæssigt godt af, og det bidrog kraftigt til, at vi endte året med en god relativ performance.

I løbet af året kom rublen også under pres, som følge af store aktiesalg fra udenlandske investorer. Den russiske regering formåede dog ved hjælp af en handlekraftig tilgang til problemet at stabilisere valutakursudsvingene. I slutningen af året var valutareserven så hårdt ramt, at den aktive monetære politik ikke længere var mulig, og således blev det starten på stor likviditetsmangel og en devaluering af rublen. Ved årets udgang kom den russiske regering desuden med en hjælpepakke på 240 milliarder kr. øremærket til at komme russiske selskabers udenlandske gældsforpligtelser til gode.

Forventninger til 2009

I 2009 forventer vi, at Rusland står over for en konjunkturedgang, der vil betyde, at de høje vækstrater får svært ved at bibeholdes. Det enorme vækstpotentiale er stadig til stede i landet, og vi forventer, at de strategiske investorer også fremadrettet vil se gode attraktive muligheder for vækst. De nuværende kurser på russiske aktier afspejler allerede et dystert scenarie for 2009, og i sammenhæng med den lave oliepris forventer vi, at udviklingen for det russiske aktiemarked vil vende i 2009. Ligeledes vil vi i 2009 se, at der vil ske virksomhedsopkøb af såvel indenlandske som udenlandske investorer inden for flere sektorer.

I 2009 forventer vi at fortsætte den gode relative performance således, at vi igen overgår performance på afdelingens benchmark.

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|--|----------|---------|
| 1. Renter | 1.848 | 1.048 |
| 2. Udbytter | 11.137 | 15.034 |
| I alt renter og udbytter | 12.985 | 16.082 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Kapitalandele | -496.541 | 141.417 |
| Øvrige aktiver/passiver | 309 | -11 |
| 3. Handelsomkostninger | -5.951 | -866 |
| Kursgevinster og -tab | -502.183 | 140.540 |
| I alt indtægter | -489.198 | 156.622 |
| 4. Administrationsomkostninger | 13.160 | 20.302 |
| Resultat før skat | -502.358 | 136.320 |
| 5. Skat | 2.026 | 2.550 |
| Årets nettoresultat | -504.384 | 133.770 |
| Udlodningsregulering | -152 | -21.071 |
| Overført fra sidste år | 186 | 1.045 |
| I alt formuebevægelser | 34 | -20.026 |
| Til disposition | -504.350 | 113.744 |
| 6. Til rådighed for udlodning | -1865 | 172.898 |
| Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres | -1.865 | 0 |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 0 | 172.712 |
| Overført til udlodning næste år | 0 | 186 |
| Overført til formuen | -504.350 | -59.154 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|---------|
| AKTIVER | | |
| 7. Indestående i depotselskab | 41.220 | 52.500 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 190.054 | 805.633 |
| Unoterede kapitalandele | | |
| fra udenlandske selskaber | 341 | 0 |
| 7. I alt kapitalandele | 190.395 | 805.633 |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m. | 205 | 0 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 2.385 | 0 |
| I alt andre aktiver | 2.590 | 0 |
| Aktiver i alt | 234.205 | 858.133 |
| PASSIVER | | |
| 8. Medlemmernes formue | 225.829 | 856.323 |
| Skyldige omkostninger | 517 | 1.810 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 7.859 | 0 |
| I alt anden gæld | 8.376 | 1.810 |
| Passiver i alt | 234.205 | 858.133 |

Noter

| | | |
|--|---------|---------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Indestående i depotselskab | 1.848 | 1.048 |
| 2. Udbytter (1.000 kr.) | | |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 11.137 | 15.034 |
| I alt udbytter | 11.137 | 15.034 |
| 3. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 7.384 | 4.323 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -1.434 | -3.457 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 5.951 | 866 |
| 4. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 2 |
| Gebyrer til depotselskab | 758 | 552 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 10.534 | 16.897 |
| Øvrige omkostninger | 1.629 | 2.571 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 12.957 | 20.063 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 91 | 78 |
| Andre honorarer til revisorer | 16 | 8 |
| Gebyrer til depotselskab | 6 | 41 |
| Øvrige omkostninger | 90 | 112 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 203 | 239 |
| I alt administrationsomkostninger | 13.160 | 20.302 |
| 5. Skat | | |
| Ikke refunderbar skat på udbytter | 2.026 | 2.550 |
| I alt skat | 2.026 | 2.550 |
| 6. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 12.985 | 16.082 |
| Ikke refunderbar udbytteskat | -2.026 | -2.550 |
| Kursgevinst til udlodning | 302 | 199.694 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -13.160 | -20.302 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | -152 | -21.071 |
| Udlodning overført fra sidste år | 186 | 1.045 |
| I alt til rådighed for udlodning | -1.865 | 172.898 |

| | | |
|---|---------------|-------------|
| 7. Finansielle instrumenter (%) | 2008 | 2007 |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 82,20% | 93,88% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 17,80% | 6,12% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |
| Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S | | |
| 8. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 392.528 | 856.323 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -172.712 |
| Ændring i udbetalt udlodning | | |
| på grund af emission/indløsn. | | 3.421 |
| Emissioner i året | 66.553 | 85.605 |
| Indløsninger i året | -34.140 | -42.424 |
| Regulering af udlodning ved | | |
| emissioner og indløsninger | | 152 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -186 |
| Overført til udlodning næste år | | 0 |
| Foreslået udlodning | | 0 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -504.350 |
| I alt medlemmernes formue | 424.941 | 225.829 |
| 8. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 502.437 | 998.484 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -72.853 |
| Ændring i udbetalt udlodning | | |
| på grund af emission/indløsn. | | 2.955 |
| Emissioner i året | 9.099 | 17.607 |
| Indløsninger i året | -119.008 | -223.640 |
| Regulering af udlodning ved | | |
| emissioner og indløsninger | | 21.071 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -1.045 |
| Overført til udlodning næste år | | 186 |
| Foreslået udlodning | | 172.712 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -59.154 |
| I alt medlemmernes formue | 392.528 | 856.323 |

Afdeling Europa

Afdelingens profil

Afdeling Europa investerer i europæiske børsnoterede aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast, der ligger inden for et nærmere defineret interval i forhold til afkastet på S&P/Citigroup High Income Europe Net TR (uhedged) i DKK.

Der investeres hovedsageligt i selskaber med høje, stabile og stigende udlodninger. Dette sker med det formål at sammensætte en portefølje med en forholdsvis defensiv karakter, hvilket yderligere underbygges via risikospredning med en fordeling af midlerne på både small, mid og large cap. Der investeres fortrinsvis i selskaber fra udviklede markeder, men indtil 20% af afdelingens aktiver kan investeres i emerging markets. Der udøves aktiv management, hvorfor porteføljen ikke sammensættes som benchmark. Porteføljens risiko i forhold til sammenligningsgrundlaget måles og kontrolleres løbende.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|---|
| Benchmark | S&P/Citigroup High Income Europe Net TR (DKK) |
| Afdelingsformue | 68.122 t.kr. |
| Indre værdi | 49.69 DKK |
| Cirkulerende mængde | 1.370.827 stk. |
| Startdato | 14-12-98 |
| Seneste udbytte | 2,50 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | -5,94 | -3,20 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 15,86 | 15,00 |
| Sharpe-Ratio | -0,58 | -0,43 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|----------------------------|-----|
| Total | 6,2 |
| Eni S.p.a. | 4,5 |
| HSBC (GBP) | 4,3 |
| Telefonica S.A. | 4,3 |
| Vodafone Group PLC | 4,2 |
| Glaxosmithkline Ord | 4,0 |
| Vivendi Universal | 4,0 |
| E.ON N AG | 3,6 |
| Imperial Tobacco Group Plc | 3,2 |
| AXA UAP | 3,0 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| Sektor | |
|----------------------|--------|
| Finans | 19,98 |
| Telekommunikation | 19,05 |
| Energi | 17,90 |
| Forsyning | 9,61 |
| Forbrugsgoder | 6,56 |
| Konsumentvarer | 5,86 |
| Medicinal | 5,36 |
| Industri | 4,72 |
| Materialer | 4,11 |
| IT | 3,76 |
| Øvrige incl. kontant | 3,08 |
| I ALT | 100,00 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -73.043 t.kr. svarende til et afkast på -49,3%, hvilket var 4,2 procentpoint mindre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -45,1%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 68 mio. kr., hvilket er et fald på 65,6% i forhold til ultimo 2007.

Bestyrelsen indstiller, at der udbetales 2,50 kr. i udbytte.

Udviklingen i 2008

Investeringer i europæiske aktier var i 2008 hårdt ramt af den globale finans- og kreditkrise. På linje med de øvrige aktiemarkeder var afdelingens performance præget af den store uro, der i årets løb udspandt sig i det europæiske aktieunivers. Resultatet var en manglende risikovillighed blandt investorer, hvilket betød kursfald for både afdelingen og dens benchmark. Dog endte afdelingen året 2008 med en samlet performance, der lå under hvad benchmark kunne levere.

Afdelingen formåede i første kvartal at overgå benchmarkets performance, hvor afdelingens undervægt i investeringsbanker bidrog positivt. Kvartalsudviklingen var styret af negative nyheder fra finanssektoren, hvilket betød, at det europæiske aktiemarked faldt markant. De cykliske sektorer var de hårdest ramte, mens afdelingens defensive positioner klarede sig relativt godt.

I andet kvartal fortsatte den finansielle uro, der udsprang i slutningen af 2007 og fortsatte ind i 2008, med uformindsket styrke. Dog vendte noget af tilliden til den finansielle sektor dog tilbage i andet kvartal, men en fortsat meget nervøs stemning resulterede i et samlet mindre kursfald. Samtidig nåede olie- og energipriserne nye højder, hvilket blandt andet betød god performance for afdelingens største position i franske Total. Bolig- og byggesektoren var igennem hele året hårdt presset af de faldende boligpriser i hovedparten af de europæiske lande. Afdelingens eksponering i flere engelske byggefirmaer blev ramt af de betydelige problemer på det britiske boligmarked, der oplevede markante aktiekursfald navnlig i midten af året.

Afdelingen gik ind til årets anden halvdel med en undervægt i den finansielle sektor. Set i lyset af, hvordan udviklingen gik, viste det sig at være en hensigtsmæssig sektorallokering. I årets andet halvår forværredes den finansielle krise i markant grad. Flere af Europas toneangivende banker, herunder Fortis og Royal Bank of Scotland, modtog regeringsstøtte for at kunne overleve i et finansielt miljø med meget lav risikovillighed.

Mens udviklingen blev værre, forstærkede Europas regeringer og den europæiske centralbank deres involvering i at løse krisen. En lang række nationale hjælpepakker og koordinerede rentenedsættelser viste sig dog ikke at være nok til at stimulere økonomien i et omfang, der kunne fjerne den store usikkerhed og uro på markedet. De mange tiltag blev hjulpet på vej af en lav inflation, der muliggjorde navnlig rentenedsættelserne fra den europæiske centralbank.

Forventninger til 2009

Ud fra et værdiansættelsesmæssigt perspektiv er europæiske aktier meget billige ved indgangen til det nye år. Samtidig har det svækkede forbrug betydet, at de europæiske virksomheders indtjening er pressede, og at mange virksomheder står over for betydelige udfordringer. Det samlede billede af de europæiske aktier er derfor ikke entydigt, og vi vil i 2009 fortsætte med at fokusere på velstrukturerede virksomheder. Det er vores forventning, at afdelingen i det kommende år kan levere et afkast på linje med benchmark.

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|--------|
| 1. Renter | 93 | 141 |
| Udbytter | 5.870 | 8.205 |
| I alt renter og udbytter | 5.963 | 8.346 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Kapitalandele | -75.580 | -5.161 |
| Øvrige aktiver/passiver | -18 | -13 |
| Handelsomkostninger | -1.358 | -2.785 |
| I alt kursgevinster og -tab | -76.956 | -7.959 |
| I alt indtægter | -70.993 | 387 |
| Administrationsomkostninger | 1.650 | 2.946 |
| Resultat før skat | -72.643 | -2.559 |
| Skat | 400 | 974 |
| Årets nettoresultat | -73.043 | -3.533 |
| Udlodningsregulering | -407 | 20 |
| Overført fra sidste år | 56 | 5 |
| I alt formuebevægelser | -351 | 25 |
| Til disposition | -73.394 | -3.508 |
| Til rådighed for udlodning | 3.459 | 4.485 |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 3.427 | 4.430 |
| Overført til udlodning næste år | 32 | 55 |
| Overført til formuen | -76.853 | -7.993 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|--------|---------|
| AKTIVER | | |
| 7. Indestående i depotselskab | 1.299 | 2.077 |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 114 | 1.639 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 65.910 | 192.753 |
| 7. I alt kapitalandele | 66.024 | 194.392 |
| Tilgodehavende renter, udbytte mm. | 130 | 588 |
| Andre tilgodehavender | 0 | 0 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 0 | 1.591 |
| Aktuelle skatteaktiver | 787 | 698 |
| I alt andre aktiver | 917 | 2.877 |
| Aktiver i alt | 68.240 | 199.346 |
| PASSIVER | | |
| 8. Medlemmernes formue | 68.122 | 198.474 |
| Skyldige omkostninger | 118 | 275 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 0 | 597 |
| I alt anden gæld | 118 | 872 |
| Passiver i alt | 68.240 | 199.346 |

Noter

| | | |
|--|--------|--------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Indestående i depotselskab | 93 | 141 |
| 2. Udbytter (1.000 kr.) | | |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 140 | 17 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 5.730 | 8.188 |
| I alt udbytter | 5.870 | 8.205 |
| 3. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 1.877 | 3.134 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -519 | -350 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 1.358 | 2.785 |
| 4. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 2 |
| Gebyrer til depotselskab | 114 | 84 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 1.087 | 2.103 |
| Øvrige omkostninger | 367 | 662 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 1.604 | 2.892 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 21 | 18 |
| Andre honorarer til revisorer | 4 | 2 |
| Gebyrer til depotselskab | 1 | 9 |
| Øvrige omkostninger | 20 | 25 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 46 | 54 |
| I alt administrationsomkostninger | 1.650 | 2.946 |
| 5. Skat | | |
| Ikke refunderbar skat på udbytter | 472 | 974 |
| I alt skat | 472 | 974 |
| 6. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 5.963 | 8.345 |
| Ikke refunderbar udbytteskat | -472 | -936 |
| Kursgevinst til udlodning | -31 | -3 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -1.650 | -2.946 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | -407 | 20 |
| Udlodning overført fra sidste år | 56 | 5 |
| I alt til rådighed for udlodning | 3.459 | 4.485 |

| | | |
|---|---------------|-------------|
| 7. Finansielle instrumenter (%) | 2008 | 2007 |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 98,07% | 98,94% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 1,93% | 1,06% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |
| Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S | | |
| 8. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 196.871 | 198.474 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -4.430 |
| Ændring i udbetalt udlodning | | |
| på grund af emission/indløn. | | 773 |
| Emissioner i året | 44.135 | 25.932 |
| Indløsninger i året | -103.923 | -79.584 |
| Regulering af udlodning ved | | |
| emissioner og indløsninger | | 407 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -56 |
| Overført til udlodning næste år | | 32 |
| Foreslået udlodning | | 3.427 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -76.853 |
| I alt medlemmernes formue | 137.083 | 68.122 |
| 8. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 190.679 | 196.904 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -2.860 |
| Ændring i udbetalt udlodning | | |
| på grund af emission/indløn. | | 23 |
| Emissioner i året | 37.267 | 39.896 |
| Indløsninger i året | -31.075 | -31.957 |
| Regulering af udlodning ved | | |
| emissioner og indløsninger | | -20 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -5 |
| Overført til udlodning næste år | | 56 |
| Foreslået udlodning | | 4.430 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -7.993 |
| I alt medlemmernes formue | 196.871 | 198.474 |

Alfred Berg, afdeling Norden

Afdelingens profil

Afdeling Norden investerer i nordiske børsnoterede aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til Alfred Berg Nordic Portfolio Index.

Afdelingen investerer i kvalitetsselskaber, der kan levere salgs-, indtjenings- samt cashflow vækst, hvor det fremtidige potentiale ikke er fuldt inddiskonteret i den aktuelle aktiekurs. Investeringerne er baseret på fundamental in-house industri- og selskabsanalyse. Porteføljens investeringer er genstand for kontinuerlig aktiv overvågning. Porteføljens sammensætningen har et bottom-up udgangspunkt, dog under løbende påvirkning af makroøkonomiske forventninger, der har en afgørende indflydelse på den valgte sektorsammensætning. Porteføljens sammensætning sker under hensyntagen til en kontrolleret risikostyring, således at merafkastpotentialet står mål med porteføljens risiko.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|----------------|
| Benchmark | VINX30 |
| Afdelingsformue | 32.687 t.kr. |
| Indre værdi | 42,33 DKK |
| Cirkulerende mængde | 772.259 stk. |
| Startdato | 18-05-00 |
| Seneste udbytte | 1,25 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | -0,44 | 0,04 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 19,04 | 21,54 |
| Sharpe-Ratio | -0,19 | -0,15 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|----------------------------|-----|
| Nokia OYJ | 7,1 |
| Novo Nordisk B (107.4872m) | 5,6 |
| Scania B | 4,2 |
| Vizrt Ltd. | 3,6 |
| ABB Ltd. (SEK) | 3,5 |
| GN Store Nord | 3,4 |
| Danisco | 3,3 |
| SSAB SER A FR | 2,9 |
| Yara International ASA | 2,7 |
| Uponor Oyj | 2,5 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| Sektor | |
|----------------------|--------|
| Industri | 27,43 |
| IT | 18,06 |
| Medicinal | 11,01 |
| Materialer | 10,58 |
| Energi | 9,01 |
| Finans | 9,60 |
| Telekommunikation | 4,07 |
| Konsumentvarer | 3,28 |
| Forbrugsgoder | 2,57 |
| Industri | 1,76 |
| Øvrige incl. kontant | 2,64 |
| I ALT | 100,00 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -40.382 t.kr. svarende til et afkast på -49,5%, hvilket var 1,9 procentpoint bedre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -51,4%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 33 mio. kr., hvilket er et fald på 70,4% i forhold til ultimo 2007.

Bestyrelsen indstiller, at der udbetales 1,25 kr. i udbytte.

Udviklingen i 2008

I 2008 viste afdelingens performanceudvikling, hvor afhængige nordiske selskaber er af deres handel med udlandet, og i hvor høj grad de internationale tendenser påvirker kursen på de nordiske aktier. Således var alle fire nordiske aktiemarkeder i 2008 stærkt påvirket af den finansielle krise, der i løbet af året voksede sig større end forventet.

På de nordiske aktiemarkeder var det første kvartal kendetegnet ved et voksende negativt nyhedsflow omkring den finansielle krise. Således oplevede samtlige fire nordiske aktiemarkeder negativ performance, hvor det danske aktiemarked udmærkede sig ved det mindste kurstab. Årsagen var, at en række danske virksomheder kom med resultater for 2007, der viste gode tendenser, og hvor forventningerne til 2008 var forsigtige. På såvel det norske som det svenske marked viste vores aktieudvælgelse indenfor IT-sektoren sig at bidrage negativt til kvartalets absolutte afkast. Samlet kom afdelingen dog ud af årets første tre måneder med et afkast en smule bedre end benchmark.

I det andet kvartal var afdelingens performance fortsat ramt af den store uro som den finansielle krise skabte. På samme tidspunkt var de nordiske aktiemarkeder stærkt præget af de rekordhøje oliepriser, hvor energisektorerne i hele regionen var positivt begunstiget af denne prisudvikling. I det første halve år var energisektoren den eneste sektor, der klarede sig nogenlunde. Vores undervægt i energisektoren var med til at forklare, hvorfor afdelingen kom med en halvårsperformance lidt lavere end benchmark.

De store problemer i den finansielle sektor eskalerede i det tredje kvartal, og de fleste andre sektorer blev også ramt enten direkte eller indirekte. I Danmark, hvor den finansielle sektor udgør en relativ stor del af aktiemarkedet, var påvirkningen størst. Samtidig blev de nordiske markeder hårdt ramt af markante fald i olieprisen, hvor især det norske aktiemarked blev ekstra hårdt ramt på grund af de mange selskaber, der er følsomme for energiprisudsving. Vores undervægt i energisektoren bidrog positivt til afdelingens performance men blev trukket i negativ retning af vores overvægte i industri- og råvaresektoren.

I fjerde kvartal var afdelingen fortsat begunstiget af undervægten i energisektoren, da olieprisen fortsatte sin nedadgående tendens. De nordiske aktiemarkeder var fortsat præget af manglende risikovillighed, hvilket satte sit præg på aktierne i form af kursfald. I oktober var afdelingens relative performance på 5,03% bemærkelsesværdig. En god sektorallokering bidrog til den gode performance.

Afdeling Norden sluttede året med at kunne fremvise en solid relativ performance, der lå på højde med forventninger om at overgå performance for benchmarket, VINX Benchmark Index Capped.

Forventninger til 2009

En lang række nordiske aktier gik ind i 2009 med attraktive prisniveauer, hvor der allerede var indregnet betydelig fremtidig risiko. Ligeledes er vi overbevist om, at de nordiske selskaber fremadrettet fortsat vil være stærkt positionerede på verdensplan og vil kunne vise gode indtjeningsvner. Således ser vi gode muligheder for afdelingen i 2009, hvor vi har stærke forventninger til afdelingens nuværende positioner og vores ageren i et fortsat uroligt investeringsklima med attraktive prisniveauer. På den baggrund er det vores forventning, at afdelingen igen i år kan levere et afkast over benchmark.

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|---------|
| 1. Renter | 37 | 102 |
| 2. Udbytter | 2.879 | 2.529 |
| I alt renter og udbytter | 2.916 | 2.631 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Kapitalandele | -41.186 | -3.013 |
| Øvrige aktiver/passiver | -8 | |
| 3. Handelsomkostninger | -674 | -1.417 |
| I alt kursgevinster og -tab | -41.868 | -4.430 |
| I alt indtægter | -38.952 | -1.799 |
| 4. Administrationsomkostninger | 1.036 | 1.503 |
| Resultat før skat | -39.988 | -3.302 |
| 5. Skat | 394 | 345 |
| Årets nettoresultat | -40.382 | -3.647 |
| Udlodningsregulering | -460 | 5.584 |
| Overført fra sidste år | 134 | 140 |
| I alt formuebevægelser | -326 | 5.724 |
| Til disposition | -40.708 | 2.077 |
| 6. Til rådighed for udlodning | 1.154 | 23.407 |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 965 | 23.273 |
| Overført til udlodning næste år | 189 | 134 |
| Overført til formuen | -41.862 | -21.330 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|--------|---------|
| AKTIVER | | |
| 7. Indestående i depotselskab | 923 | 512 |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 4.934 | 12.728 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 26.889 | 97.252 |
| 7. I alt kapitalandele | 31.823 | 109.980 |
| Andre tilgodehavender | 0 | 0 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 0 | 0 |
| Aktuelle skatteaktiver | 16 | 19 |
| I alt andre aktiver | 16 | 19 |
| Aktiver i alt | 32.762 | 110.511 |
| PASSIVER | | |
| 8. Medlemmernes formue | 32.687 | 110.337 |
| Skyldige omkostninger | 75 | 174 |
| I alt anden gæld | 75 | 174 |
| Passiver i alt | 32.762 | 110.511 |

Noter

| | | |
|---|--------|--------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | | |
| Indestående i depotselskab | 37 | 102 |
| I alt renter | 37 | 102 |
| 2. Udbytter (1.000 kr.) | | |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 103 | 311 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 2.776 | 2.218 |
| I alt udbytter | 2.879 | 2.529 |
| 3. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 807 | 1.868 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -133 | -451 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 674 | 1.417 |
| 4. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 2 |
| Gebyrer til depotselskab | 73 | 68 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 662 | 1.024 |
| Øvrige omkostninger | 239 | 338 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 1.010 | 1.473 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 11 | 10 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 1 |
| Gebyrer til depotselskab | 1 | 5 |
| Øvrige omkostninger | 12 | 14 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 26 | 30 |
| I alt administrationsomkostninger | 1.036 | 1.503 |
| 5. Skat | | |
| Ikke refunderbar skat på udbytter | 394 | 345 |
| I alt skat | 394 | 345 |
| 6. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 2.916 | 2.632 |
| Ikke refunderbar udbytteskat | -394 | -347 |
| Kursgevinst til udlodning | -6 | 16.901 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -1.036 | -1.503 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | -460 | 5.584 |
| Udlodning overført fra sidste år | 134 | 140 |
| I alt til rådighed for udlodning | 1.154 | 23.407 |

| | | |
|---|---------|-------------|
| 7. Finansielle instrumenter (%) | | |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 97,18% | 99,54% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 2,82% | 0,46% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |
| Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S | | |
| 8. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | | |
| Cirk. beviser | | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 99.034 | 110.337 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -23.273 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløn. | | 305 |
| Emissioner i året | 13.021 | 9.080 |
| Indløsninger i året | -34.829 | -23.380 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 460 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -134 |
| Overført til udlodning næste år | | 189 |
| Foreslået udlodning | | 965 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -41.862 |
| I alt medlemmernes formue | 77.226 | 32.687 |
| 8. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | | |
| Cirk. beviser | | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 99.676 | 114.578 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -1.495 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløn. | | 327 |
| Emissioner i året | 37.339 | 45.457 |
| Indløsninger i året | -37.981 | -44.883 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | -5.584 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -140 |
| Overført til udlodning næste år | | 134 |
| Foreslået udlodning | | 23.273 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -21.330 |
| I alt medlemmernes formue | 99.034 | 110.337 |

Alfred Berg, afdeling Small Cap Europa

Afdelingens profil

Afdeling Small Cap Europa investerer primært i mindre og mellemstore vesteuropæiske selskaber, der på investeringstidspunktet har en markedsværdi fra 100 mio. op til 2 mia. Euro. Afdelingens benchmark, der er Morgan Stanley Capital International Europe Small Companies Price Index i DKK.

Investeringsstrategien er baseret på stock picking, der bygger på fundamental analyse af selskaberne med særlig fokus på virksomhedernes finansielle styrke, konkurrencemæssige position, rentabilitet, vækstpotentiale og ledelseskvalitet.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|---|
| Benchmark | MSCI Europe Small Cap Price Index (DKK) |
| Afdelingsformue | 57.474 t.kr. |
| Indre værdi | 38,35 DKK |
| Cirkulerende mængde | 1.498.738 stk. |
| Startdato | 12-12-02 |
| Seneste udbytte | 1,25 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | -7,76 | -1,85 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 21,75 | 20,39 |
| Sharpe-Ratio | -0,51 | -0,25 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|-------------------------------|-----|
| Babcock Intl Grp. PLC | 2,6 |
| Zignago Vetro SPA | 2,5 |
| Redes Energéticas Nacionais | 2,5 |
| Schweizerische National V-Reg | 2,5 |
| Dana Petroleum | 2,3 |
| Oesterreichische Post AG | 2,2 |
| Banque Cantonale Vaudois-Reg | 2,2 |
| Micro Focus International | 2,2 |
| Croda International Plc | 2,2 |
| CTS Eventim | 2,1 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| | |
|----------------------|--------|
| Sektor | |
| Industri | 22,59 |
| Finans | 17,15 |
| Medicinal | 12,27 |
| Forbrugsgoder | 9,13 |
| Konsumentvarer | 8,78 |
| IT | 8,50 |
| Materialer | 5,70 |
| Energi | 5,63 |
| Forsyning | 5,03 |
| Telekommunikation | 1,53 |
| Øvrige inkl. kontant | 3,66 |
| I ALT | 100,00 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -89.169 t.kr. svarende til et afkast på -58,6%, hvilket var 6,7 procentpoint mindre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -51,9%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 57 mio. kr., hvilket er et fald på 68,8% i forhold til ultimo 2007.

Bestyrelsen indstiller, at der udbetales 1,25 kr. pr. andel i udbytte.

Udviklingen i 2008

De første måneder af året startede med store udsving blandt de europæiske small cap-selskaber i lighed med andre aktivklasser. Der kom i løbet af det første kvartal flere indtjeningsnedjusteringer, men det generelle billede var, at udviklingen blev vendt en smule i marts, da flere selskaber kom med årsregnskaber for 2007, der var en smule bedre end forventet. Vi har i løbet af året søgt at øge antallet af positioner i afdelingen for at opnå en diversifikationsgevinst, der kan være med til at begrænse afdelingens risiko på et volatilt marked. Dette tiltag er et udtryk for afdelingens defensive tilgang til den nuværende markedssituation.

I andet kvartal manifesterede bekymringerne om en afmatning i Europa sig, hvor også dårlige nyheder fra den finansielle sektor var toneangivende for en negativ kvartalsudvikling. Da olie- og energipriserne i slutningen af kvartalet nåede et nyt højdepunkt, ydede vores andel af energiselskaber den bedste performance i kvartalet. Samtidig besluttede vi, at mindske vores eksponering i ejendomssektoren, da boligpriserne var under pres og den fortsatte prisudvikling var usikker og mindre positiv.

I årets tredje kvartal svækkedes investortilliden på ny, da krisen på aktiemarkedene blev forværret. Den globale finanskrisen viste sig også at have gjort sit indtog i den finansielle sektor i Europa samt at have bredt sig til de andre sektorer. Således var det europæiske investeringsklima ramt af tegn på faldende vækst, der ramte det aktiemarkedet bredt, herunder også afdelingens small cap-selskaber. Endvidere var energisektoren i det tredje kvartal ramt af, at de rekordhøje olie- og energipriser blev afløst af store prisfald. Vi har i løbet af året fastholdt en defensiv sektorallokering, der har haft til formål at begrænse tabene på et aktiemarked med meget store kursudsving. Det er vores strategi at fokusere på solide virksomheder inden for de respektive sektorer, hvor en sund gældsandel og stærk balance er blandt de vigtigste regnskabsparametre.

Krisens forværring betød, at der i årets sidste kvartal kom betydelige hjælpepakker fra de europæiske banker og regeringer. Virkningen af tiltagene var dog ikke stor nok til at skabe en positiv stemning blandt investorer, og således fortsatte frasalget af aktier hen over kvartalet. Makroøkonomiske nyheder, herunder et voldsomt fald i det europæiske forbrug, var med til at fastholde den negative udvikling. Performance sluttede lavere end afdelingens benchmark, da vores aktievalg indenfor den industrielle sektor viste sig at være svage. Dog begrænsede vore stærke aktievalg i sundheds- og finanssektoren tabet.

Forventninger til 2009

Vi forventer, at det europæiske aktiemarked i 2009 vil forblive volatilt. Det europæiske small cap-segment vil fortsat være præget af investorernes manglende risikovillighed. At agere i et uroligt investeringsklima med begrænset rentabilitet understreger vigtigheden af at udføre omfattende selskabsanalyser. Vores analyser vil således i 2009 fortsat være en grundsten i afdelingens investeringsproces.

Vi forventer, at vi løbende vil sælge ud af vores positioner i defensive sektorer, som f.eks. varige forbrugsgoder og sundhedssektoren, for at ende med en mere neutral sektorallokering. På selskabsniveau vil vi fokusere på selskaber med sunde balancer og stærke betalingsstrømme, der er med til at nedbringe gældsandele i selskaberne. På den baggrund forventer vi, at afdelingen vil kunne levere et resultat på linje med benchmark.

Afdeling Small Cap Europa

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|---------|
| 1. Renter | 265 | 704 |
| 2. Udbytter | 3.921 | 4.774 |
| I alt renter og udbytter | 4.186 | 5.478 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Kapitalandele | -88.152 | -14.410 |
| Øvrige aktiver/passiver | -1 | -1 |
| 3. Handelsomkostninger | -3.168 | -3.305 |
| I alt Kursgevinster og -tab | -91.321 | -17.716 |
| I alt indtægter | -87.135 | -12.238 |
| 4. Administrationsomkostninger | 1.854 | 5.278 |
| Resultat før skat | -88.989 | -17.516 |
| 5. Skat | 180 | 601 |
| Årets nettoresultat | -89.169 | -18.117 |
| Udlodningsregulering | -71 | -34.604 |
| Overført fra sidste år | 190 | 440 |
| I alt formuebevægelser | 119 | -34.164 |
| Til disposition | -89.050 | -52.281 |
| 6. Til rådighed for udlodning | 2.150 | 34.390 |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 1.873 | 34.220 |
| Overført til udlodning næste år | 277 | 170 |
| Overført til formuen | -91.200 | -86.671 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|--------|---------|
| AKTIVER | | |
| 7. Indestående i depotselskab | 1.905 | 10.249 |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 298 | 7.792 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 55.072 | 166.826 |
| 7. I alt kapitalandele | 55.370 | 174.618 |
| Tilgodehavende renter, udbytte mm. | 65 | 28 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 0 | 407 |
| Andre tilgodehavender | 428 | 303 |
| I alt andre aktiver | 493 | 738 |
| Aktiver i alt | 57.768 | 185.605 |
| PASSIVER | | |
| 8. Medlemmernes formue | 57.474 | 184.289 |
| Skyldige omkostninger | 115 | 308 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 179 | 1.008 |
| I alt anden gæld | 294 | 1.316 |
| Passiver i alt | 57.768 | 185.605 |

Noter

| | | |
|---|--------|---------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | | |
| Indestående i depotselskab | 265 | 704 |
| I alt Renter | 265 | 704 |
| 2. Udbytter (1.000 kr.) | | |
| Noterede aktier fra danske selskaber | 89 | 341 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 3.832 | 4.433 |
| I alt udbytter | 3.921 | 4.774 |
| 3. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 3.195 | 4.341 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -27 | -1.036 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 3.168 | 3.305 |
| 4. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 5 |
| Gebyrer til depotselskab | 87 | 133 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 1.318 | 3.968 |
| Øvrige omkostninger | 370 | 1.025 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 1.811 | 5.172 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 19 | 35 |
| Andre honorarer til revisorer | 3 | 4 |
| Gebyrer til depotselskab | 1 | 18 |
| Øvrige omkostninger | 20 | 49 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 43 | 106 |
| I alt administrationsomkostninger | 1.854 | 5.278 |
| 5. Skat | | |
| Ikke refunderbar skat på udbytter | 0 | 601 |
| I alt skat | 0 | 601 |
| 6. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 4.186 | 5.478 |
| Ikke refunderbar udbytteskat | -296 | -424 |
| Kursgevinst til udlodning | -5 | 68.778 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -1.854 | -5.278 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | -71 | -34.604 |
| Udlodning overført fra sidste år | 190 | 440 |
| I alt til rådighed for udlodning | 2.150 | 34.390 |

| | | |
|--|---------|---------|
| 7. Finansielle instrumenter (%) | | |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 96,67% | 94,46% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 3,33% | 5,54% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |

Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

| | | |
|--|---------|-------------|
| 8. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | | |
| Cirk. beviser | | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 155.456 | 184.289 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -34.200 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsn. | | 220 |
| Emissioner i året | 1.985 | 1.472 |
| Indløsninger i året | -7.567 | -5.138 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 71 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -190 |
| Overført til udlodning næste år | | 277 |
| Foreslået udlodning | | 1.873 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -91.200 |
| I alt medlemmernes formue | 149.874 | 57.474 |

| | | |
|--|----------|-------------|
| 8. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | | |
| Cirk. beviser | | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 260.087 | 425.546 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -76.075 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsn. | | 20 |
| Emissioner i året | 40.468 | 56.076 |
| Indløsninger i året | -145.099 | -203.161 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 34.604 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -440 |
| Overført til udlodning næste år | | 190 |
| Foreslået udlodning | | 34.200 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -86.671 |
| I alt medlemmernes formue | 155.456 | 184.289 |

Alfred Berg, afdeling Danske Obligationer

Afdelingens profil

Afdeling Danske Obligationer investerer i danske børsnoterede obligationer med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark.

Porteføljestrategien fastlægges ud fra afdelingens forventninger til den økonomiske udvikling i de store økonomier; USA, Japan og Euroland. En dybdegående analyse af de enkelte segmenters og obligationers risiko, afkastprofil og egenskaber danner grundlag for valget af de konkrete segmenter og obligationer, der indgår i porteføljen.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|--|
| Benchmark | 60% Effas>1 / 40% Nordea Realkreditindeks |
| Afdelingsformue | 379.602 t.kr. |
| Indre værdi | 104,75 DKK |
| Cirkulerende mængde | 3.624.023 stk. |
| Startdato | 15-12-94 |
| Seneste udbytte | 4,50 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | 4,00 | 4,69 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 4,11 | 3,65 |
| Sharpe-Ratio | 0,18 | 0,40 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|-----------------------------|------|
| 4,00% Unikred Nordea OA 38 | 21,4 |
| 5,00% BRFKred 111.B. 35 | 12,2 |
| 4,00% DK Stat INK St.lån 17 | 7,3 |
| 4,16% BRFKred 142.B 38 | 5,5 |
| 5,00% BRFKred 111 E 41 | 5,3 |
| 4,50% DK Stat INK St.lån 39 | 5,0 |
| 5,00% DLR 43.s.A 35 | 4,8 |
| 5,00% KD 43D OA 38 | 3,9 |
| 5,00% Totalkr 111 C..s. 35 | 3,6 |
| 4,00% KD 23D s. 38 | 3,5 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| Segment | |
|--|--------|
| Realkreditobligationer (Konverterbare) | 76.11 |
| Realkreditobligationer (Variable) | 3.26 |
| Statsobligationer | 13.86 |
| Realkreditobligationer (Flex) | 0.55 |
| Udtrukne obligationer | 0.29 |
| Kontant | 5.94 |
| Aktiver i alt | 100,00 |

Varighed

| | |
|---------|-------|
| 0-2 år | 6.77 |
| 2-5 år | 1.23 |
| 5-10 år | 7.64 |
| >10 år | 84.36 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på 28.826 t.kr., svarende til et afkast på 8,6 %, hvilket var 0,9 procentpoint mindre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på 9,5 %. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 380 mio. kr., hvilket er én stigning på 10,7 % i forhold til ultimo 2007. Bestyrelsen indstiller, at der udbetales 4,50 kr. pr. andel i udbytte.

Udviklingen i 2008

Det blev de store overskifters år. Ikke bare pga. historiske tab på de finansielle markeder, men også fordi året har budt på de største daglige udsving nogensinde især fremprovokeret af statslig intervention. Aldrig i den frie økonomi har stater og centralbanker nemlig været så involveret i markedet, som det har været tilfældet.

Den finansielle krise med rod i det amerikanske Sub-Primemarked bredte sig med uventet styrke til hele verden og til alle aktivklasser. "Højdepunktet" kom i september, hvor alle aktivklasser nedsmeltede, da USA's regering annoncerede, at den IKKE ville redde Lehman Brothers fra konkurs.

Historiske indgreb i det frie marked blev foretaget hele året men specielt efter Lehman konkursen. Alt sammen for at undgå voldsom afsmitning af finanskrisen til realøkonomien. Desværre er dette ikke lykkedes, hvorfor den globale økonomi ved udgangen af 2008 oplever et decideret kollaps i den økonomiske aktivitet med masseafskedigelser i alle lande og i alle industrier. BNP væksten forventes de kommende år at blive negativ på globalt plan, hvilket ikke er set siden 1930'erne. I Europa og USA skal vi tilbage til oliekriserne i 1970'erne for at finde tilsvarende nedgang i økonomierne.

Generelt har det økonomiske kollaps og den kraftigt aftagende inflation over hele verden åbnet dørene for centralbankerne til sænke de styrende renter til historisk lave niveauer. Inflationen er således kommet under 2% flere steder. I Eurozonen er den nu 1,6% og i USA 1,1%. Fed har sænket renten fra 5,25% til 0%-0,25% (interval) og samtidig gjort klart, at banken vil anvende utraditionelle værktøjer, herunder direkte opkøb af lang realkreditgæld, for at sænke de lange renter og for at tilføre likviditet generelt. ECB har ligeledes pumpet massive mængder likviditet ud, samtidig med at den har sænket renten fra 4,25% til 2,5% på få måneder. Den danske nationalbank har sænket renten fra 5,5% til 3,75% i et dramatisk forløb, hvor den undervejs måtte udvide spændet til 175bp. til ECB renten i et forsvar af kronen.

De lange statsrenter er faldet fra 4,4% til 3,3% i Danmark, og niveauet er dermed tæt på "bunden" i fra 2005 på 3%. Den korte rente er faldet med 160bps. fra 4,2% til 2,6%. Rentekurven er dermed stejlet en smule som følge af forventninger om yderligere rentenedsættelser fra Nationalbanken. Markedet forventer, at banken vil sænke renten yderligere til 2,5%-2,75%.

I oktober måtte Nationalbanken hæve renten ad to omgange for at støtte den danske krone, der kom under pres, da udenlandske investorer trak investeringer i DKK tilbage i oktober, hvor valutareserven også realiserede det største dræn nogensinde i takt med salget af EUR mod DKK valuta.

Afkastet på danske statsobligationer har trods Nationalbankens intervention været det højeste i mange år og ligger på ca. 10% for en lang obligation og 6% for en kort obligation. De danske realkreditobligationer var tæt på at opleve det totale kollaps i oktober, da udenlandske og indenlandske hedgefonde "brandsolgte" segmentet. Senere på året kom obligationerne dog fornuftigt tilbage, ikke mindst pga. regeringens indgreb i markedet.

Forventninger til 2009

Den globale økonomi er ved udgangen af 2008 i en historisk dårlig tilstand. Det var ventet, at højkonjunktoren i verdensøkonomien ville komme ned i gear, men det var ikke ventet, at det skulle ske så hurtigt og med den dybde. Udsigterne er således stærkt problematiske, og i Europa forventer blandt andre Europakommisionen, at væksten bliver ca. -2% i 2009, hvilket vil være den største tilbagegang siden 1945. Der er som sagt reageret kraftigt på nedgangen med massiv intervention både fra centralbanker og regeringer. Dette har også været nødvendigt, men om det er tilstrækkeligt til at få en vending i økonomien i indeværende år er tvivlsomt. Der vil efter vores vurdering stadig komme kraftige rentesænkninger både fra ECB og især fra Nationalbanken, samtidig med at kreditkrisen gradvist vil blive opblødt. Dette vil være positivt for danske obligationer, herunder ikke mindst danske realkreditobligationer. Afkastet i 2009 vil i vores forventede scenarie blive ca. 6%-8%.

Afdeling Danske Obligationer

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|--------|---------|
| 1. Renter | 19.181 | 16.633 |
| I alt renter | 19.181 | 16.633 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Obligationer | 12.895 | -8.126 |
| 2. Handelsomkostninger | -688 | -583 |
| I alt kursgevinster og tab | 12.207 | -8.709 |
| I alt indtægter | 31.388 | 7.924 |
| 3. Administrationsomkostninger | 2.562 | 2.315 |
| Årets nettoresultat | 28.826 | 5.609 |
| Udlodningsregulering | -1.088 | -262 |
| Overført fra sidste år | 831 | 506 |
| I alt formuebevægelser | -257 | 244 |
| Til disposition | 28.569 | 5.853 |
| 4. Til rådighed for udlodning | 16.428 | 16.146 |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 16.308 | 15.315 |
| Overført til udlodning næste år | 120 | 831 |
| Overført til formuen | 12.141 | -10.293 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|---------|
| AKTIVER | | |
| 5. Indestående i depotselskab | 6.435 | 9.306 |
| 5. Noterede obl. fra danske udstedere | 353.079 | 336.997 |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m. | 4.195 | 3.506 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 45.993 | 1.418 |
| I alt andre aktiver | 50.188 | 4.924 |
| Aktiver i alt | 409.702 | 351.227 |
| PASSIVER | | |
| 6. Medlemmernes formue | 379.602 | 343.046 |
| Skyldige omkostninger | 248 | 279 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 29.852 | 7.902 |
| I alt anden gæld | 30.100 | 8.181 |
| Passiver i alt | 409.702 | 351.227 |

Noter

| | | |
|--|---------|---------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Indestående i depotselskab | 552 | 752 |
| Noterede obl. fra danske udstedere | 18.629 | 15.881 |
| I alt renter | 19.181 | 16.633 |
| 2. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 833 | 656 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -146 | -73 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 687 | 583 |
| 3. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Gebyrer til depotselskab | 84 | 60 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 1.536 | 1.398 |
| Øvrige omkostninger | 811 | 727 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 2.465 | 2.226 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 43 | 29 |
| Andre honorarer til revisorer | 8 | 3 |
| Gebyrer til depotselskab | 3 | 15 |
| Øvrige omkostninger | 43 | 42 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 97 | 89 |
| I alt administrationsomkostninger | 2.562 | 2.315 |
| 4. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 19.181 | 16.633 |
| Kursgevinst til udlodning | 66 | 1.584 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -2.562 | -2.315 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | -1.088 | -262 |
| Udlodning overført fra sidste år | 831 | 506 |
| I alt til rådighed for udlodning | 16.428 | 16.146 |
| 5. Finansielle instrumenter (%) | 2008 | 2007 |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 98,21% | 97,31% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 1,79% | 2,69% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |

| | | |
|---|---------------|-------------|
| 6. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 340.338 | 343.046 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -15.315 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløn. | | -2.466 |
| Emissioner i året | 109.636 | 112.263 |
| Indløsninger i året | -87.572 | -86.752 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 1.088 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -831 |
| Overført til udlodning næste år | | 120 |
| Foreslået udlodning | | 16.308 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | 12.141 |
| I alt medlemmernes formue | 362.402 | 379.602 |
| 6. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 368.089 | 376.500 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -11.963 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløn. | | 111 |
| Emissioner i året | 36.150 | 36.316 |
| Indløsninger i året | -63.901 | -63.527 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 262 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -506 |
| Overført til udlodning næste år | | 831 |
| Foreslået udlodning | | 15.315 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -10.293 |
| I alt medlemmernes formue | 340.338 | 343.046 |

Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

Alfred Berg, afdeling High Yield Obligationer

Afdelingens profil

Afdeling High Yield Obligationer investerer primært i globale virksomhedsobligationer, der på investerings-tidspunktet har en rating hos Standard & Poor's på BB+ til CCC med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index (DKK).

Der investeres globalt på børser og andre markeder som Finanstilsynet har godkendt. Derudover investeres i Rule 144A-udstedelser, hvortil der er knyttet en ombytningsret til papirer, der indenfor 1 år registreres hos Securities and Exchange Commission, og som omsættes på OTC-Fixed Income Markedet. Rule 144A-udstedelser omfatter værdipapirer af vidt forskellig kvalitet, der alene opfylder de almindelige amerikanske betingelser for udstedelse af virksomhedsobligationer. Afdelingen hedger investeringer i fremmed valuta tilbage til euro.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|---|
| Benchmark | Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index (DKK) |
| Afdelingsformue | 392.295 t.kr. |
| Indre værdi | 65,84 DKK |
| Cirkulerende mængde | 5.958.645 stk. |
| Startdato | 16-08-01 |
| Seneste udbytte | 0,00 DKK/andel |

Risiko

| (60 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | -1,87 | -2,15 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 9,43 | 11,92 |
| Sharpe-Ratio | -0,54 | -0,45 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|--------------------------------|-----|
| 8,75% HCA-The Health 01/09/10 | 2,0 |
| 7,75% El Paso 15/07/11 | 1,9 |
| 7,625% L-3 Comm.Corp 15/06/12 | 1,7 |
| 6,5% Trinity Ind 15/03/14.... | 1,7 |
| 6,25% Chesapeake Enr 15/01/17 | 1,7 |
| 7,2% Shaw Com 15/12/11 | 1,6 |
| 5,8% Ford Motor Cred. 12/01/09 | 1,6 |
| 6,5% Allied Waste 15/11/10 | 1,5 |
| 8,137% Homer City 01/10/19 | 1,4 |
| 7,125% Amkor Tech 15/03/11 | 1,4 |

Aktivfordeling i afdelingen (%)

| | |
|----------------------|--------|
| Sektor | |
| Kommunikation | 17,2 |
| Industri | 12,8 |
| Forbrugsgoder | 27,3 |
| Forsyning | 5,8 |
| Energi | 10,5 |
| Elektronik | 2,5 |
| Transport | 3,7 |
| Finans | 3,1 |
| Øvrige inkl. kontant | 17,1 |
| I ALT | 100,00 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -117.054 t.kr. svarende til et afkast på -23,9%, hvilket var 4,4 procentpoint bedre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -28,3%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 392 mio. kr., hvilket er et fald på 12,9% i forhold til ultimo 2007.

Bestyrelsen indstiller, at der ikke udbetales udbytte.

Udviklingen i 2008

High yield segmentet var i løbet af året omfattet af den igangværende finansielle krise. Afdelingen blev dog mindre ramt af den høje volatilitet og usikkerhed på markedet, da vi gennem hele året var defensivt positioneret med en lav risikoprofil, hvilket viste sig at være udslagsgivende for en stærk relativ performance.

I årets første tre måneder var high yield-markedet præget af høj volatilitet. Mens vores undervægt i de cykliske sektorer blev ramt performancemæssigt af dette, begrænsede afdelingens overvægt i de mere stabile og veldiversificerede virksomheder den negative påvirkning af afdelingens kvartalsafkast. Den finansielle krise manifesterede sig i løbet af det første kvartal, og virkningen heraf var størst for det mere risikobetonede segment af high yield-markedet. I slutningen af kvartalet lysnede det på nyhedsfronten, da flere virksomheder kom med regnskaber, der var bedre end forventet. Afdelingen lå i den første halvdel af året overvægtet i energisektoren, hvor høje energipriser betød, at performance blev trukket i positiv retning.

I andet kvartal var det ikke entydigt om nyhedsflowet pegede i positiv eller negativ retning. Den finansielle krise var midlertidigt sat i bero, om end der under overfladen stadig herskede stor usikkerhed og manglende tiltro til det finansielle system. Samtidig steg både energi- og råvarepriserne voldsomt, hvilket bidrog positivt til vores overvægtsposition i metalsektoren. Ligeledes viste industrisektoren også positive performancetegn, mens den største negative bidragsyder var den finansielle sektor.

I tredje kvartal oplevede afdelingen en meget stærk relativ performance båret frem af vores fokus på mindre cykliske sektorer samt undervægten i de mest risikofyldte segmenter af high yield-markedet. Afkastet var dog negativt i tredje kvartal, hvor den finansielle krise voksede sig større, og hvor historisk store tiltag fra regeringer og centralbanker forsøgte at skabe fornyet investortillid og normalisere lånemarkedet. Dette lykkedes ikke fuldt ud og gennem hele kvartalet var usikkerheden stor, mens afdelingen nød godt af den defensive positionering med fokus på høj kvalitet. I løbet af kvartalet blev det også tydeligt, at antallet af misligholdte lån var vokset kraftigt særligt inden for det mest risikobetonede high yield-segment.

De volatile tider blev i slutningen af året afløst af en vis form for stabilisering. Det dårlige nyhedsflow fortsatte med at præge markederne, men især årets sidste måned var kendetegnet ved lav likviditet.

Forventninger til 2009

Vores defensive strategi er fokuseret omkring de mere kvalitetsbetonede papirer inden for high yield segmentet. Således er vi undervægtet i CCC-segmentet, hvor vi mener, at risikopræmien ikke kan afstedkomme et køb.

Vi forventer, at 2009 vil byde på udfordrende tider med stor usikkerhed inden for high yield segmentet. Blandt andet vil antallet af konkurser stige som et resultat af, at mange virksomheder er presset på indtjeningen. Vores fokus på høj kvalitet sikrer, at vi står stærkt over for de fremtidige udfordringer, og forventningen er derfor, at vi i lighed med det forløbne år kan levere en performance, der overgår benchmark.

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|--|----------|---------|
| 1. Renter | 36.155 | 33.050 |
| 1. I alt renter | 36.155 | 33.050 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Obligationer | -127.022 | -50.565 |
| Valutaterminer | -21.739 | 29.677 |
| Valutakonti | -207 | -265 |
| 2. Handelsomkostninger | 0 | 0 |
| I alt kursgevinster og -tab | -148.968 | -21.153 |
| I alt indtægter | -112.813 | 11.897 |
| 3. Administrationsomkostninger | 4.263 | 4.366 |
| Resultat af aktiviteter under afvikling | 22 | |
| Årets nettoresultat | -117.054 | 7.531 |
| Udlodningsregulering | -1.263 | 4.737 |
| Overført fra sidste år | 755 | 554 |
| I alt formuebevægelser | -508 | 5.291 |
| Til disposition | -117.562 | 12.822 |
| 4. Til rådighed for udlodning | -37.230 | 23.002 |
| Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres | -4.748 | |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 0 | 22.247 |
| Overført til udlodning næste år | -32.482 | 755 |
| Overført til formuen | -85.080 | -10.180 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|---------|
| AKTIVER | | |
| 5. Indestående i depotselskab | 27.092 | 46.715 |
| Noterede obligationer fra danske udstedere | 1.671 | 1.699 |
| Noterede obligationer fra udenlandske udstedere | 332.299 | 397.768 |
| 5. I alt obligationer | 333.970 | 399.467 |
| 5. Unoterede valutaterminsforretninger | 22.071 | 0 |
| I alt afledte finansielle instrumenter | 22.071 | 0 |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m. | 10.089 | 7.907 |
| I alt andre aktiver | 10.089 | 7.907 |
| Aktiver i alt | 393.222 | 454.089 |
| PASSIVER | | |
| 6. Medlemmernes formue | 392.295 | 450.436 |
| 5. Unoterede valutaterminsforretninger | 0 | 3.228 |
| I alt afledte finansielle instrumenter | 0 | 3.228 |
| Skyldige omkostninger | 367 | 425 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 560 | 0 |
| I alt anden gæld | 927 | 425 |
| Passiver i alt | 393.222 | 454.089 |

Noter

| 1. Renter (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|--------|--------|
| Indestående i depotselskab | 1.075 | 178 |
| Noterede obl. fra danske udstedere | 294 | 172 |
| Noterede obl. fra udenlandske udstedere | 34.730 | 32.630 |
| Øvrige indtægter | 56 | 70 |
| I alt renter | 36.155 | 33.050 |

| 2. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|--|------|------|
| Bruttohandelsomkostninger | 378 | 690 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -378 | -690 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 0 | 0 |

| 3. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|--|-------|-------|
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Gebyrer til depotselskab | 126 | 108 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 2.849 | 2.929 |
| Øvrige omkostninger | 1.140 | 1.155 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 4.149 | 4.233 |

| Andel af fællesomkostninger | 2008 | 2007 |
|---|-------|-------|
| Honorar til bestyrelse | 51 | 43 |
| Andre honorarer til revisorer | 9 | 5 |
| Gebyrer til depotselskab | 4 | 22 |
| Øvrige omkostninger | 50 | 63 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 114 | 133 |
| I alt administrationsomkostninger | 4.263 | 4.366 |

| 4. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|---------|---------|
| Renter og udbytter | 36.155 | 32.980 |
| Kursgevinst til udlodning | -68.614 | -10.903 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -4.263 | -4.366 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | -1.263 | 4.737 |
| Udlodning overført fra sidste år | 755 | 554 |
| I alt til rådighed for udlodning brutto | -37.230 | 23.002 |

| 5. Finansielle instrumenter (%) | 2008 | 2007 |
|---------------------------------------|---------|---------|
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 87,17% | 88,89% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 12,83% | 11,11% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |

Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

| 6. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
|--|---------------|-------------|
| Medlemmernes formue (primo) | 494.386 | 450.436 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -22.247 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsn. | | 433 |
| Emissioner i året | 162.296 | 133.105 |
| Indløsninger i året | -60.817 | -52.789 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | 411 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | 1.263 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -755 |
| Overført til udlodning næste år | | -32.482 |
| Foreslået udlodning | | 0 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -85.080 |
| I alt medlemmernes formue | 595.865 | 392.295 |

| 6. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
|--|---------------|-------------|
| Medlemmernes formue (primo) | 581.430 | 568.177 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -46.514 |
| Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsn. | | 8.356 |
| Emissioner i året | 66.781 | 61.188 |
| Indløsninger i året | -153.825 | -148.529 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | 227 |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | -4.737 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -554 |
| Overført til udlodning næste år | | 755 |
| Foreslået udlodning | | 22.247 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -10.180 |
| I alt medlemmernes formue | 494.386 | 450.436 |

Afdeling Emerging Markets Obligationer

Afdelingens profil

Afdeling Emerging Markets Obligationer investerer hovedsageligt i likvide statsobligationer udstedt i USD og EUR, der er noteret på regulerede markeder i en stat, der er medlem af den Europæiske Union eller noteret på regulerede markeder, der er medlemmer af WFE (World Federation of Exchanges). Hovedparten af landene har en kredit rating svarende til under BBB (Standard Poors).

Målsætningen er at skabe et merafkast i forhold til investering i det generelle marked for emerging markets obligationer. Som benchmark anvendes JP Morgan EMBI Global Composite Index. Med fokus på landerisiko vurderes den makroøkonomiske situation, landets finansielle status og udvikling samt politiske risici.

Det analytiske grundlag er baseret på en kombineret top-down og bottom-up med det formål at fastlægge den mest attraktive afkast/risiko profil. I top-down analysen er vurderingen af de makroøkonomiske faktorer central. Der fokuseres på den politiske situation, vækst, inflation, renteniveau, arbejdsløshed samt valutakurs. Med udgangspunkt i top-down analysen udvælges de enkelte obligationer via en kvalitativ bottom-up analyse. Her indgår bl.a. obligationernes rente, varighed, likviditet, relativ værdi i forhold til andre emerging markets obligationer. Afdelingen hedger investeringer i fremmed valuta tilbage til euro.

Nøgletal pr. 31.12.08

| | |
|---------------------|---|
| Benchmark | JP Morgan EMBI Global Composite Index (DKK) |
| Afdelingsformue | 85.204 t.kr. |
| Indre værdi | 75,70 DKK |
| Cirkulerende mængde | 1.125.562 stk. |
| Startdato | 02-04-04 |
| Seneste udbytte | 0,00 DKK/andel |

Risiko

| (48 måneder) | Afdeling | Benchmark |
|----------------------------|----------|-----------|
| Afkast (% p.a.) | -1,43 | 2,09 |
| Standardafvigelse (% p.a.) | 14,74 | 11,78 |
| Sharpe-Ratio | -0,34 | -0,12 |

Afdelingens ti største beholdninger (%)

| | |
|----------------------------------|------|
| 3,875% US Treasury 15/05/18 | 10,8 |
| 8,5% Indonesia 12/10/35 | 8,6 |
| 11,00% Rep. of Brazil 17/08/40 | 7,6 |
| 9,5% TGI International 3/10/17 | 6,0 |
| 4,875 Reb of Uruguay 15/01/33 | 4,6 |
| 8,2% Gabon Rep 12/12/2017 | 4,3 |
| 5,8% Rep. of Iraq 15/01/2028 | 4,2 |
| 9,75% State of Qatar 15/06/30 | 4,0 |
| 6,875% Turkey Rep 17/03/36 | 3,8 |
| 8,28% Rep. of Argentina 31.12.33 | 3,5 |

Landeallokering i afdelingen (%)

| | |
|------------|-------|
| USA | 15,1 |
| Indonesien | 8,6 |
| Brasilien | 7,6 |
| Columbia | 6,0 |
| Peru | 5,1 |
| Argentina | 5,0 |
| Uruguay | 4,6 |
| Irak | 4,2 |
| Mexico | 4,1 |
| Qatar | 4,0 |
| Tyrkiet | 3,8 |
| Venezuela | 3,2 |
| Ukraine | 1,9 |
| Kontant | 26,8 |
| I ALT | 100,0 |

Afkast

Afdelingen realiserede et nettoresultat på -23.261 t.kr. svarende til et afkast på -21,4%, hvilket var 8,9 procentpoint mindre end afdelingens benchmark, som gav et afkast på -12,5%. Afdelingens formue var ultimo 2008 opgjort til 85 mio. kr., hvilket er et fald på 24,5% i forhold til ultimo 2007.

Bestyrelsen indstiller, at der ikke udbetales udbytte.

Udviklingen i 2008

Årets første kvartal var præget af lav likviditet, da den globale finansielle krise svækkede risikovilligheden blandt investorer i emerging markets obligationer. Den globale krise forårsagede endvidere at lande som Argentina og Venezuela med høj beta til aktiemarkedet kom under pres pga. en lavere gearing.

I løbet af april valgte den brasilianske centralbank at bekæmpe den høje inflation ved at komme med en uventet rentestigning, hvilket svækkede den brasilianske valuta. Senere på året hævede kreditratingbureauerne deres rating for Brasiliens langsigtede gæld fra BB+ til BBB-. Opjusteringen skete efter at Brasilien i stil med en række andre emerging markets-lande har foretaget omfattende og nødvendige strukturelle reformer. Den umiddelbare effekt var, at de lange obligationer steg voldsomt og på sigt forventedes de forbedrede kreditudsigter at tiltrække flere udenlandske investorer.

I flere latinamerikanske lande oplevede man store strukturelle problemer i løbet af året. I Argentina indførte regeringen en ny højere eksportafgift på landbrugsvarer, hvilket førte til at de argentinske landmænd protesterede med strejker og blokader. På grund af den deraf lavere landbrugsproduktion måtte man i løbet af 2008 afbryde al landbrugseksport, da der opstod mangel på fødevarer i Argentina.

Udviklingen i Argentina betød, at afdelingens performance i andet kvartal blev trukket i negativ retning, og at afdelingen ikke kunne præstere samme afkast som benchmark. I andet kvartal var den største risiko for emerging markets-landene de stigende råvarepriser, hvor den stigende inflation var årsag til store bekymringer.

I årets tredje kvartal var de to første måneder præget af positiv performance. Men da den finansielle krise i september voksede sig større, blev performance markant svækket. Afdelingen oplevede tab i performance som følge af afdelingens overvægtede eksponering i Argentina og Venezuela.

Den finansielle krise fortsatte med at dæmpe investeringslysten og risikoen i emerging markets-landene i fjerde kvartal. Vores eksponering i Rusland og Argentina var i særlig grad ramt af den øgede risikoaversion, hvilket betød at performance i oktober og november var meget negativ. I december indhentede afdelingen en del af det tabte performance, hvilket især skal tilskrives vores valutadispositioner.

Ved årsskiftet har vi reduceret vores eksponering mod de lokale valutaer, da volatiliteten steg i slutningen af året. Endvidere har vi reduceret vores positioner i Rusland og de øvrige østeuropæiske lande. Vi har fastholdt vores overvægte i Argentina og Venezuela, da værdiansættelserne i disse lande er attraktive.

Forventninger til 2009

Vi forventer, at der fortsat vil være gode investeringsmuligheder i emerging markets-landene. Der er stadig flere usikkerhedsmomenter, og vi forventer, at denne risikoen vil bestå i noget tid. Afdelingens nuværende positionering er velpolstret til det usikre investeringsmiljø, der på nuværende tidspunkt kendetegner de finansielle markeder. Således vil vi ikke øge afdelingens risiko på kort sigt men står klar til at udnytte de muligheder, der vil opstå. På den baggrund er det vores forventning, at afdelingen i 2009 vil levere et afkast, der er bedre end benchmark.

Afdeling Emerging Markets Obligationer

Resultatopgørelse

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|--|---------|---------|
| 1. Renter | 7.349 | 5.816 |
| I alt renter | 7.349 | 5.816 |
| Kursgevinster og -tab | | |
| Obligationer | -24.123 | -10.528 |
| Valutaterminer | -4.516 | 5.608 |
| Valutakonti | -914 | -120 |
| 2. Handelsomkostninger | -13 | -27 |
| I alt kursgevinster og -tab | -29.566 | -5.067 |
| I alt indtægter | -22.217 | 749 |
| 3. Administrationsomkostninger | 1.062 | 1.132 |
| Resultat af aktiviteter under afvikling | 18 | |
| Årets nettoresultat | -23.261 | -383 |
| Udlodningsregulering | 226 | 1 |
| Overført fra sidste år | 68 | 117 |
| I alt formuebevægelser | 294 | 118 |
| Til disposition | -22.967 | -265 |
| 4. Til rådighed for udlodning | -5.214 | 10.926 |
| Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres | -1.077 | |
| Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 0 | 10.858 |
| Overført til udlodning næste år | -4.137 | 68 |
| Overført til formuen | -18.830 | -11.191 |

Balance

| (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
|---|--------|---------|
| AKTIVER | | |
| 5. Indestående i depotselskab | 20.767 | 20.399 |
| Noterede obligationer fra udenlandske udstedere | 61.079 | 90.690 |
| 5. I alt obligationer | 61.079 | 90.690 |
| 5. Unoterede valutaterminforretninger | 684 | 252 |
| I alt afledte finansielle instrumenter | 684 | 252 |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m. | 1.381 | 1.737 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 1.397 | |
| I alt andre aktiver | 2.778 | 1.737 |
| Aktiver i alt | 85.308 | 113.078 |
| PASSIVER | | |
| 6. Medlemmernes formue | 85.204 | 112.802 |
| 5. Unoterede valutaterminforretninger | 0 | 127 |
| I alt afledte finansielle instrumenter | 0 | 127 |
| Skyldige omkostninger | 104 | 149 |
| I alt anden gæld | 104 | 149 |
| Passiver i alt | 85.308 | 113.078 |

Noter

| | | |
|--|---------|---------|
| 1. Renter (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Indestående i depotselskab | 119 | 294 |
| Noterede obl. fra udenlandske udstedere | 7.230 | 5.522 |
| I alt renter | 7.349 | 5.816 |
| 2. Handelsomkostninger (1.000 kr.) | | |
| Bruttohandelsomkostninger | 54 | 116 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -41 | -89 |
| Handelsomkostninger ved løbende drift | 13 | 27 |
| 3. Administrationsomkostninger (1.000 kr.) | 2008 | 2007 |
| Afdelingsdirekte | | |
| Honorar til revisorer | 34 | 41 |
| Gebyrer til depotselskab | 53 | 31 |
| Andre omk. i forbindelse med formueplejen | 656 | 726 |
| Øvrige omkostninger | 292 | 306 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 1.035 | 1.104 |
| Andel af fællesomkostninger | | |
| Honorar til bestyrelse | 12 | 9 |
| Andre honorarer til revisorer | 2 | 1 |
| Gebyrer til depotselskab | 1 | 5 |
| Øvrige omkostninger | 12 | 13 |
| I alt opdelte administrationsomkostninger | 27 | 28 |
| I alt administrationsomkostninger | 1.062 | 1.132 |
| 4. Til rådighed for udlodning (1.000 kr.) | | |
| Renter og udbytter | 7.349 | 5.816 |
| Kursgevinst til udlodning | -11.795 | 6.124 |
| Adm.omkostninger til modregning i udlodning | -1.062 | -1.132 |
| Udlodningsregul. ved emission/indløsning | 226 | 1 |
| Udlodning overført fra sidste år | 68 | 117 |
| I alt til rådighed for udlodning | -5.214 | 10.926 |
| 5. Finansielle instrumenter (%) | 2008 | 2007 |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 74,01% | 81,36% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 25,99% | 18,64% |
| I alt finansielle instrumenter | 100,00% | 100,00% |

| | | |
|--|---------------|-------------|
| 6. Medlemmernes formue 2008 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 105.931 | 112.802 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -10.858 |
| Ændring i udbetalt udlodning | | |
| på grund af emission/indløn. | | -82 |
| Emissioner i året | 12.536 | 12.154 |
| Indløsninger i året | -5.911 | -5.551 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | -226 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -68 |
| Overført til udlodning næste år | | -4.137 |
| Foreslået udlodning | | 0 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -18.830 |
| I alt medlemmernes formue | 112.556 | 85.204 |
| 6. Medlemmernes formue 2007 (1.000 kr.) | Cirk. beviser | Formueværdi |
| Medlemmernes formue (primo) | 90.911 | 102.191 |
| Udlodning fra sidste år | | |
| vedr. cirkulerende beviser 31.12 | | -5.227 |
| Ændring i udbetalt udlodning | | |
| på grund af emission/indløn. | | -488 |
| Emissioner i året | 22.598 | 24.722 |
| Indløsninger i året | -7.578 | -8.013 |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag | | |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | | -1 |
| Overført til udlodning fra sidste år | | -117 |
| Overført til udlodning næste år | | 68 |
| Foreslået udlodning | | 10.858 |
| Overført fra resultatopgørelsen | | -11.191 |
| I alt medlemmernes formue | 105.931 | 112.802 |

Værdipapirspecifikation kan rekvireres på www.alfredberginvest.dk eller ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

Foreningens aftaler

I dette afsnit gives en kort beskrivelse af formål med og indhold i foreningens væsentligste aftaler.

Aftale om administration

Foreningen har indgået aftale med Alfred Berg Administration A/S om, at selskabet varetager foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i medfør af gældende lovgivning, foreningens vedtægter, anvisninger fra bestyrelsen samt Finanstilsynets retningslinier. Denne løsning er et alternativ til at ansætte ledelse og personale direkte i foreningen. For udførelsen af disse opgaver honorerer foreningen Alfred Berg Administration A/S med en fast sats pr. afdeling. Afregninger finder sted månedsvis, hvor afdelingens ultimoformue multipliceres med omkostningssatsen og divideres med 12.

| Afdeling | Sats p.a. |
|------------------|-----------|
| Danske Obl. | 0,20% |
| Danmark | 0,30% |
| USA | 0,30% |
| Rusland | 0,30% |
| Europa | 0,30% |
| Norden | 0,30% |
| High Yield | 0,25% |
| Small Cap Europa | 0,30% |
| EM Obl. | 0,25% |

Aktuelle satser pr. 31. december 2008.

I afdelingernes regnskab indgår udgiften til Alfred Berg Administration A/S som den primære del af posten "Øvrige omkostninger". Aftalen kan opsiges af begge parter med et varsel på 12 måneder.

Aftale om porteføljerådgivning

Investeringsforvaltningsselskabet har på foreningens vegne indgået en rådgivningsaftale med Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S om porteføljerådgivning. Rådgivers hovedvirksomhed er kapitalforvaltning. Aftalen indebærer, at Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S yder rådgivning til Alfred Berg Administration A/S om transaktioner, som rådgiver finder fordelagtige som led i porteføljestyringen.

Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger. Alle investeringsforslag skal godkendes af investeringsforvaltningsselskabet, som ultimativt tager stilling til, om og i givet fald hvilke, der skal effektueres. For udførelsen af disse opgaver honorerer foreningen Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S med et fast sats pr. afdeling. Afregninger finder sted månedsvis, hvor afdelingens ultimoformue multipliceres med omkostningssatsen og divideres med 12.

| Afdeling | Sats p.a. |
|------------------|-----------|
| Danske Obl. | 0,40% |
| Danmark | 1,00% |
| USA | 1,00% |
| Rusland | 2,00% |
| Europa | 1,00% |
| Norden | 1,00% |
| High Yield | 0,65% |
| Small Cap Europa | 1,20% |
| EM Obl. | 0,65% |

Aktuelle satser pr. 31. december 2008.

I afdelingernes regnskab indgår udgiften til rådgiver i posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen". Aftalen kan af foreningen opsiges uden varsel og af rådgiver med et varsel på

6 måneder. Dog skal foreningen godtgøre rådgiver for eventuelle dokumenterede direkte omkostninger, hvis aftalen opsiges med et varsel på mindre end 6 måneder. Godtgørelsen kan ikke overstige kr. 1.000.000.

Det er endvidere aftalt, at rådgiver forestår effektivering af de handler som administrator godkender på afdelingernes vegne. Foreningen er kendetegnet ved at være en professionel aktør på markedet og kan derfor handle på specielle vilkår. Afhængig af kutyme indenfor de enkelte markeder kan betaling for handelsfektivering enten ske ved en indregning i prisen eller ved tillæg af kurtage.

Depotselskabsaftale

Foreningen har indgået aftale med ABN AMRO Bank N.V., Copenhagen Branch om, at denne som depotbank forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler for foreningens afdelinger i overensstemmelse med gældende lov samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser. For udførelsen af disse opgaver honorerer foreningen depotselskabet afdelingsvis. Afregninger finder sted 2 gange årligt i juni og december.

| Afdeling | Sats p.a. | |
|------------------|-----------|-----------|
| Danske Obl. | - | Se pkt. 1 |
| Danmark | 0,00% | |
| USA | 0,03% | |
| Rusland | 0,03% | Se pkt. 2 |
| Europa | 0,03% | |
| Norden | 0,03% | |
| High Yield | 0,08% | Se pkt. 3 |
| Small Cap Europa | 0,03% | |
| EM Obl. | 0,02% | |

Derudover betaler hver afdeling et depotselskabsgebyr på 30.000 kr. p.a. som bl.a. dækker udstederfunktionen. Hertil kommer administrative basisydelse samt interbankgebyrer faktureret af VP.

- 1) Gebyret er transaktionsbestemt efter både typen af begivenhed og handelsvolumen.
- 2) Der opkræves endvidere depositarian fee fra lokale aktier gjort tilgængelig via depotbeviser (ADRs) på det Amerikanske marked.
- 3) Afdeling High Yield har eget depot hos BNY Mellon, hvorfor udenlandske omkostninger herfra viderefaktureres til afdelingen. Depotgebyr 0,008% p.a.

I afdelingernes regnskab fremgår udgiften til depotselskab i posten "Gebyrer til depotselskab". Aftalen kan opsiges af begge parter med 12 måneders varsel.

Aktiebog

Foreningen har indgået aftale med Aktiebog Danmark A/S om, at selskabet på vegne af foreningen fører aktiebog, hvori medlemmer kan lade deres beholdning notere på navn.

Udover den løbende registrering varetager selskabet endvidere opgaven med, at udstede adgangskort og stemmesedler til foreningens generalforsamling. Selskabet er også leverandør af den teknik, der via foreningens hjemmeside gør det muligt for medlemmerne at foretage elektronisk tilmelding til generalforsamling.

I afdelingernes regnskab indgår udgiften til aktiebogsfører i posten "Øvrige omkostninger". Aftalen kan opsiges af foreningen med et varsel på 12 måneder til udgangen af en måned.

Markedsføringsaftale

For at opnå en omkostnings- og investeringseffektivstørrelse har foreningen indgået aftale om markedsføring med Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S. Honoraret herfor omfatter tegningsprovision, som afregnes via emissionstillægget.

| Afdeling | | Sats p.a. |
|------------------|-------|-----------|
| Danske Obl. | 0,30% | |
| Danmark | | 0,75% |
| USA | | 0,75% |
| Rusland | | 1,50% |
| Europa | | 0,75% |
| Norden | | 0,75% |
| High Yield | 0,50% | |
| Small Cap Europa | 0,75% | |
| EM Obl. | | 0,50% |

Aftalen er indgået i tilknytning til rådgivningsaftalen, hvorfor øvrige vilkår herfra endvidere omfatter nærværende.

Aftale om prisstillelse i markedet

Administrator har på foreningens vegne indgået aftale med Nordea Markets (market maker) om, at de stiller priser i OMX Københavns Fondsbørs Handelssystemer. Prisstillelsen skal ske med både købs- og salgspriser på baggrund af indre værdi korrigeret for emissionstillæg og indløsningsfradrag. Formålet med aftalen er, at sikre en tilstrækkelig likviditet i afdelingernes andele og samtidig minimere forskellen mellem buds- og udbudspris. Marketmaker modtager et årligt honorar på maximum 250 tkr. for denne ydelse. De enkelte afdelingers andel af dette fordeles som en fællesomkostning opgjort efter deres indbyrdes størrelse.

I afdelingernes regnskab indgår udgiften til market making i posten "Øvrige omkostninger". Aftalen kan opsiges af begge parter med et varsel på 3 måneder til udgangen af en måned.

Fund Governance

Baggrund og formål

Brancheorganisationen for danske investeringsforeninger, InvesteringForeningsRådet, vedtog på generalforsamlingen i april 2006 en række Fund Governance anbefalinger, som yderligere er blevet justeret og tilpasset i april 2008.

Fund Governance er betegnelsen for den adfærd, ledelsen for en dansk investeringsforening o.l. praktiserer for at sikre bedst mulige vilkår, gennemsigtighed for medlemmerne og andre interessenter som offentlige myndigheder, samarbejds-partnere, herunder depot-selskaber, distributører, samt medier m.v. Fund Governance anbefalinger er udarbejdet efter de anbefalinger den europæiske brancheorganisation for investeringsforeninger FEFSI har fremsat i juni 2005. Fund Governance er udover at være inspireret af de Corporate Governance anbefalinger, der gælder for børsnoterede selskaber, i vid udstrækning udarbejdet således, at forhold der er lovgivningsmæssigt reguleret, i videst mulig omfang ikke er gentaget af anbefalingerne.

Det er frivilligt for en investeringsforening om man ønsker at følge anbefalingerne ligesom der også kan være situationer, hvor det ikke er muligt. I disse tilfælde er kravet blot, at foreningen forklarer sig omkring de punkter, hvor afvigelser forekommer. Bestyrelsen for Alfred Berg Invest har besluttet at følge anbefalingerne, der er gældende fra 1. januar 2007. Fund Governance anbefalingerne er opdelt på 14 punkter, og kan ses i deres fulde udstrækning på www.ifr.dk. Nedenstående gennemgang følger rækkefølgen fra anbefalingerne.

For at fremme forståelsen er det nødvendigt, at gøre sig klart hvilke organisatoriske forhold, der kendetegner en forening, idet det administrative setup kan organiseres på to forskellige måder. I den ene ansættes samtlige medarbejdere i foreningen, mens man i den anden har overdraget opgaven til et af Finanstilsynet godkendt Investeringsforvaltningsselskab. I Alfred Berg Invest har bestyrelsen indgået aftale med Alfred Berg Administration A/S om varetagelse af administration for foreningen, hvorfor det i praksis er investeringsforvaltningsselskabet, der udfylder rollen som direktion for foreningen.

1. Generalforsamling og medlemsforhold

Både foreningens vedtægter og prospekter omtaler, hvilke rettigheder der tilkommer foreningens medlemmer. Begge dokumenter er endvidere tilgængelige på foreningens hjemmeside www.abnamroinvest.dk. Foreningen har i øvrigt på et tidligt tidspunkt besluttet sig for, at benytte de muligheder, der opstod i medfør af elektronisk kommunikation. Fra og med 2005 har foreningen derfor udelukkende benyttet sig af elektronisk kommunikation med medlemmerne. Denne beslutning var motiveret ud fra et omkostningssynspunkt. Samtidig var forhold som overskuelighed og aktualitet stærkt medvirkende til at træffe beslutningen.

Generalforsamlingen er foreningens højeste myndighed og i henhold til lovgivningen skal denne afholdes hvert år inden udgangen af april måned. Tid og sted annonceres i overensstemmelse med vedtægterne i et landsdækkende dagblad og på foreningens hjemmeside, hvor der endvidere er mulighed for elektronisk tilmelding og fuldmagtsafgivelse. Alle medlemmer kan fremsætte et forslag på generalforsamlingen når blot disse er indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar i året for generalforsamlingens afholdelse. Derved har bestyrelsen mulighed for en eventuel yderligere

undersøgelse af forslaget, inden det sættes til afstemning. Ethvert medlem af foreningen har ret til at deltage i generalforsamlingen, når vedkommende senest fem dage forinden har bestilt adgangskort. Hvert medlem har én stemme for hver kr. 100 pålydende andele. Dog kan et medlem ikke afgive stemme for mere end en pct. af det samlede pålydende af de til enhver tid cirkulerende andele i en afdeling/forening. Denne stemmeretsbegrænsning er indsat for at give medlemmer med mindre investerede beløb en vis indflydelse i forhold til et medlem med større investerede beløb. Foreningens vedtægter indeholder flere og uddybende oplysninger herunder omkring foreningens generalforsamling og medlemsforhold.

2. Bestyrelsen

Medlemmerne vælger bestyrelsen på den årlige generalforsamling. Bestyrelsen skal bestå af mindst tre og højst syv medlemmer. Efterfølgende vælger bestyrelsen selv sin formand og en eller flere næstformænd. Medlemmerne kan på selve generalforsamlingen indstille kandidater til bestyrelsen. Det forventes i disse situationer, at kandidaten har mulighed for at redegøre for sine kvalifikationer, hensigter og forventninger i forhold til arbejdet i foreningen. Nye medlemmer af bestyrelsen skal efterfølgende godkendes af Finanstilsynet, jf. reglerne i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst regnet fra den pågældendes sidste valg. Mellem flere bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret lige længe, bestemmes afgang ved lodtrækning. Genvalg kan finde sted. Dette anses for værende fordelagtigt for foreningen, da et medlem over tid vil tilegne sig en specifik viden og erfaring ud i foreningens anliggender. Det enkeltes bestyrelsesmedlems alder og valgperiode(r) kan ses andetsteds i årsrapporten, hvor bestyrelsen præsenteres nærmere. Et medlem af bestyrelsen afgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år.

Bestyrelsen bestod i en periode af 3 medlemmer, men imødekom på generalforsamlingen i 2006 en medlemsopfordring om udvidelse til 4 medlemmer. Principielt skulle dette give en valgperiode på et tilsvarende antal år, men da to medlemmer er indtrådt samtidigt er valgperioden pt. på 3 år. Bestyrelsens medlemmer modtager et fast årligt honorar, der godkendes af generalforsamlingen. Bestyrelsesformanden og direktionen afholder møder efter behov, hvor samarbejdet løbende evalueres.

3. Ledelse af foreningen (bestyrelsen og direktionen)

Generalforsamlingen, der er foreningens øverste myndighed, vælger en bestyrelse på den ordinære generalforsamling, jfr. ovenfor.

Bestyrelsen ansætter herefter en direktion, der varetager den daglige ledelse af foreningen. I stedet for at ansætte en direktion kan foreningens bestyrelse i stedet overdrage den daglige ledelse til et af Finanstilsynet godkendt investeringsforvaltningsselskab. Som det indledningsvis er skitseret har bestyrelsen overladt den daglige ledelse til Alfred Berg Administration A/S, hvorfor selskabet udgør foreningens direktion. For at sikre, at en forenings ledelse har den fornødne kompetence, er der i loven indsat nogle minimumskrav til ledelsen. I hovedtræk er der krav om, at bestyrelsen og direktionen skal have fyldestgørende erfaring til at udføre hvervet og til at træffe de nødvendige investeringsbeslutninger. Ledelsen må desuden ikke være straffet, under betalingsstandsning, konkursbehandling etc.

Når der skiftes i en forenings ledelse, skal de nye ledelsesmedlemmer godkendes af Finanstilsynet. Bestyrelsen skal udarbejde en forretningsorden for udøvelse af sit hverv. Der er ikke fastsat incitamentsprogrammer, fratrædelsesordninger eller andre væsentlige aftaler med bestyrelsen eller direktionen. Forretningsordenen tager endvidere højde for, at de almindelige habilitetsregler efterleves ved beslutninger om bestyrelsesmedlemmernes egne køb og salg af investeringsaktiver, hvorfor der f.eks. kan nedlægges forbud mod at handle i papirer, der har været drøftet på et møde.

4. Forretningsgange

Ledelsen har på alle væsentlige punkter udarbejdet skriftlige forretningsgange og kontrolprocedurer for at sikre den daglige drift bedst muligt. Det er iøvrigt en kontinuerlig proces at udbygge og vedligeholde forretningsgange. Til håndtering af eventuelle uoverensstemmelser med et medlem af foreningen har bestyrelsen vedtaget en procedure, som er gengivet på foreningens hjemmeside. Proceduren prioriterer en hurtig respons i form af dialog, således at en formel klageafgivelse kun vil være nødvendig, hvor der ikke kan opnås en tilfredsstillende afklaring.

5. Uddelegering og eksterne leverandører af serviceydelser

Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. giver investeringsforeningen mulighed for at uddelegere visse opgaver med det formål at sikre foreningen en mere effektiv og billigere drift. Bestyrelsen har i øjeblikket uddelegeret porteføljerådgivning.

6. Handel med investeringsbeviser

Ved emissioner eller indløsninger i foreningen, er det vigtigt, at værdifastsættelsen finder sted på et aktuelt grundlag. Foreningen har et IT-system, der på kontinuerlig basis opdaterer kursinformation på de underliggende aktiver til brug for beregning af indre værdi. Det bevirker, at værdifastsættelsen af foreningens andele altid er på basis af aktuelle kurser. Indre værdi publiceres på foreningens hjemmeside, når de ændres. Herved har alle interessenter, herunder depotbank, market maker og medlemmer på samme tidspunkt adgang til foreningens indre værdier, og de herved aktuelle købs- og salgskurser. Det er således ikke muligt at udføre late trading, hvor foreningen er modpart (Late trading er af IFR defineret som emissioner og indløsninger til uaktuelle priser, herunder accept eller annullering af ordrer for udvalgte investorer efter lukketid med afregningspris svarende til lukkepris). Foreningen handler aldrig med det enkelte medlem, men alene med market maker, der er Nordea Markets.

7. Afvikling af handler med de underliggende papirer

Alfred Berg Invest har ud fra et hensyn til forholdet mellem kritisk masse og tilhørende omkostninger valgt, at indgå en handelsaftale med investeringsrådgiver således, at denne påtager sig alle opgaver i forbindelse med handel, afvikling og indskrivning i depot. Alle handler gennemføres på best execution vilkår og for at få tilgang til relevant markedsinformation sørger investeringsrådgiver for at placere handler hos mange forskellige markedsdeltagere. Handelsvilkårene kontrolleres løbende idet hensigten er at opretholde de vilkår, der gælder for storkunder.

8. Klienter og mæglere

Foreningen har indgået en skriftlig markedsføringsaftale med Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S. På gensidig vis sikrer aftalen, at selskabet er informeret om foreningens produkter således, at selskabet derved kan yde foreningens medlemmer en professionel rådgivning under hensyntagen til bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder.

9. Forholdet til fondsmæglerselskaber og rådgivere vedrørende foreningens investeringer

Foreningen har valgt at indgå en generel rådgivningsaftale med Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S, som derved er foreningens primære rådgiver. I praksis har rådgiver kontraheret med en række forskellige rådgivere, idet foreningens investeringsunivers retter sig mod mange forskelligartede kompetenceområder. Denne løsning er ligeledes valgt ud fra et hensyn til kritisk masse og tilhørende omkostninger, ligesom det er en fordel når foreningen skal foretage opfølgning overfor rådgiver. Opfølgning sker dels ved løbende rapportering til bestyrelsen ligesom rådgiver minimum deltager på et møde årligt med bestyrelsen.

10. Aktivernes værdifastsættelse

Foreningens aktiver værdisættes i overensstemmelse med lovgivningen på området. Arbejde med værdifastsættelse er i øvrigt afgrænset til porteføljeadministrationen og foretages på baggrund af kursdata, som indhentes automatisk af foreningens IT systemer. Andetsteds i nærværende årsrapport under "Anvendt regnskabspraksis" er nærmere redegjort for de principper, der gør sig gældende for værdifastsættelsen.

11. Risikostyring

Investeringspolitikken for hver af foreningens afdelinger er fastlagt af bestyrelsen. Direktionen modtager investeringspolitikken i form af en instruks, hvoraf fremgår, hvilket råderum der gælder indenfor både aktivvalg og risici samt muligheden for anvendelse af valutahedging. Det overvåges løbende at de enkelte afdelingers placeringsrammer og risikorammer ikke afviger fra de af bestyrelsen udstukne instrukser.

12. Medlemmer og andre interessenter

Overordnet arbejder ledelsen ud fra et mål om til stadighed at sikre en professionel pleje af medlemmernes midler under hensyntagen til en lang række faktorer, herunder god skik, omkostninger og tilgængelighed. I mange tilfælde varetages den direkte medlemsskontakt af distributøren, hvorfor ledelsen af foreningen har stor fokus på at disse konstant er opdateret med aktuelt informationsmateriale.

13. Oplysninger til investorerne

Som det er omtalt andetsteds har foreningen valgt at satse på elektronisk kommunikation, hvilket kan begrundes ud fra både aktualitet, miljøhensyn og omkostninger. Det er bestyrelsens holdning at samtlige informationer om foreningen og dens afdelinger skal være tilgængelig på foreningens hjemmeside www.alfredberginvest.dk, i det omfang disse ikke kompromitterer en aktuel konkurrencesituation. F.eks. er oplysninger om de foretagne investeringer forsinkede af hensyn til foreningens kolleger/konkurrenter. Foreningen efterlever endvidere til fulde de branchestandarder, som er fastsat af InvesteringsForeningsRådet og offentliggør derfor samtlige oplysninger om afkast, risiko og omkostninger foruden en efterlevelse af de standarder, der gælder for foreningens drift og markedsføring.

14. Revision

I henhold til foreningens vedtægter er det generalforsamlingen, der årligt foretager valg af revisor. Det er bestyrelsen, der foretager indstillingen til generalforsamlingen, idet der forud er foretaget en vurdering af revisors uafhængighed og kompetence. Omfanget og honoreringen af revisionsydelsen aftales og tilrettelægges efterfølgende mellem ledelse og revisor.

Bestyrelse og Direktion

Bestyrelse

Bestyrelsens medlemmer vælges af generalforsamlingen. Bestyrelsen skal bestå af mindst 3 og højst 7 medlemmer. Bestyrelsen vælger selv sin formand og en eller flere næstformænd.

Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Mellem flere medlemmer, der har fungeret lige længe, bestemmes afgangens ved lodtrækning. Genvalg kan finde sted.

Ethvert medlem af bestyrelsen afgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år.

Bestyrelsen har i 2008 afholdt møder på følgende datoer: 22. februar, 10.

marts, 2. juni, 25. august, 26. november samt 22. december.

Aflønning af bestyrelsen:

| | 2008 | 2007 |
|----------------------------------|------|------|
| Samlet bestyrelseshonorar (tkr.) | 340 | 340 |
| Fordeler sig således: | | |
| - Formanden | 115 | 115 |
| - Øvrige bestyrelsesmedlemmer | 75 | 75 |

Bestyrelsen aflønnes alene med faste honorarer og er således ikke omfattet af incitamentsprogrammer.

Der påhviler ikke foreningen nogen pensionsforpligtelser overfor bestyrelsen.

Bestyrelsen består af:

[Morten Riise-Knudsen, formand, \(f. 1950\)](#)

Advokat (H), partner i advokatfirmaet Varming og Riise-Knudsen, Østergade 24A, 1100 København K.

Indtrådte i bestyrelsen den 13. marts 2006. Indeværende valgperiode udløber senest på den ordinære generalforsamling i 2010.

Andre ledelseshverv: Bestyrelsesformand i Investeringsforeningerne FRR og Indeks, Bent E. Stegmann & Hustrus Fond, Medlem af bestyrelsen for Nord-Fair A/S, Nordsted Holding ApS, JLP Holding ApS, A/S Anjo, Ancheril Holding ApS, Reda Camel Holding ApS, MHC Holding ApS og Vianova Holding ApS. Vice president i American Club. Bestyrelsesmedlem i Carl Nielsen-Selskabet.



[Lars Andersen, næstformand, \(f. 1964\)](#)

Adm. direktør, Sønderjysk Forsikring G/S, Ulkebøldam 1, 6400 Sønderborg.

Indtrådte i bestyrelsen ved foreningens stiftelse den 14. november 1994. Er efterfølgende blevet genvalgt på generalforsamlingen i 1997, 2001, 2004 og 2007. Indeværende valgperiode udløber senest på den ordinære generalforsamling i 2011.

Andre ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i IEC A/S. Medlem af bestyrelsen i Nærsikring A/S. Delegeret i AP Pension. Direktør i Sønderjysk Finans A/S og Sønderjysk Ejendomme A/S.



[Karin Arnstedt, \(f. 1957\)](#)

Carl Baggers Allé 7, 2920 Charlottenlund.

Indtrådte i bestyrelsen den 12. marts 2005. Er efterfølgende blevet genvalgt på generalforsamlingen i 2008. Indeværende valgperiode udløber senest på den ordinære generalforsamling i 2012.

Andre ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen for Hovedstadens Røde Kors samt medlem af bestyrelsen for Den Arnstedtske Familiefond.



[Niels Ulrik Heine, \(f. 1948\)](#)

Advokat (H), partner i advokatkontoret Fabritius Tegnagel & Heine, St. Kongensgade 67C, 1264 København K.

Indtrådte i bestyrelsen den 13. marts 2006. Indeværende valgperiode udløber senest på den ordinære generalforsamling i 2009.

Andre ledelseshverv: Bestyrelsesformand i Ingeniørfirmaet Lytzen Holding A/S, Ingeniørfirmaet Lytzen A/S, MediLink A/S, A/S Michelsen & Rasmussen Holding, A/S Michelsen & Rasmussen, Respira ApS, Virum Motor Co. Holding ApS, Ejendomsanpartsselskabet Akemi, Guldberg Ejendoms- og Investeringselskab A/S, ViaNordic A/S, ViaFrance A/S, Biofac A/S, Kemisk Fabrik Orthana A/S, Danipharm A/S, Pharmadan A/S, Nordisk Kriminal Krønike ApS, Livrex ApS, Gladsaxe Klip & Buk A/S, Ejendomsselskabet Hørkær 5 A/S, Kamp og Petersen ApS, Bengtson & Frydendall A/S, Viscom A/S og Home Nordvest/Emdrup Mogens Brask Ejendomsmægleraktieselskab. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningerne FRR og Indeks, Buffin Real Estate A/S, Ejendomsadministrationen 4-B A/S, Lars Erik Weinås Holdingfond.



Direktion

Alfred Berg Administration A/S, Amaliegade 35, 1256 København K.

[Torben G. Knappe, \(f. 1964\)](#)

Tiltrådt som direktør 1. september 2003.

Andre ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i FundCollect A/S.



Investeringsforeningen Alfred Berg Invest

Nordic Power – Global Reach

Investeringsforeningen Alfred Berg Invest er stiftet den 14. november 1994 og har i dag afdelingerne Danmark, Norden, Small Cap Europa, Europa, USA, Rusland, Danske Obligationer, High Yield Obligationer og Emerging Markets Obligationer. Investeringsforeningens afdelinger udbydes i fri handel til alle investorer, der ønsker en placering af midler til såvel kort- som langsigtet opsparing. Medlemstilgangen sker på basis af investorernes individuelle vurdering og anerkendelse af, at foreningens afdelinger kan skabe merværdi for deres opsparing. Ved at investere igennem en investeringsforening opnår den mindre investor stordriftsfordele i form af større risikospredning og professionel formuepleje.



Investeringsrådgiver

Foreningens investeringsrådgiver er Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S. Investeringsrådgiver anvender højt avancerede analyseværktøjer og professionelle ressourcer i forbindelse med rådgivningen af investeringsforeningen. Selskabet har gennem Fortis Investments adgang til analysekapacitet på alle vigtige finansielle markeder i verden.

Investeringsfilosofien bygger på langsigtede strategier baseret på grundig fundamental analyse og omhyggelig risikostyring, hvor der gennem aktiv forvaltning skabes merafkast i forhold til benchmark. Porteføljernes risiko kontrolleres omhyggeligt og aktiverne sammensættes således, at de repræsenterer det højst mulige langsigtede afkast, justeret for den estimerede risiko.

Aktierådgivningen er baseret på et teamwork mellem Alfred Berg Asset Fondsmæglerselskab A/S's analytikere og portefølje-forvaltere, som skaber værdi gennem aktiv og vækstorienteret rådgivning med fokus på industri- og selskabsudvælgelse. Oblighedsrådgivningen er baseret på en klart defineret og disciplineret beslutningsproces. Forvalterne skaber værdi ved en aktiv udvælgelse af stats- og kreditobligationer, valutaeksponeringer, kursfølsomhed på porteføljen og placering på rentekurven.



Organisation

Alfred Berg er lokalt repræsenteret i hele Norden og har gennem Fortis Investments et globalt netværk med direkte kontakt til alle betydende finansielle markeder i verden.

Alfred Berg har en lang, traditionsrig historie og blev grundlagt allerede i 1863 i Stockholm, samme dag som Stockholms Fondsbørs startede. I 1986 overtog tidl. Alfred Berg det ældste børsmæglerselskab i Danmark, Brødrene Trier, der var etableret i 1877. I dag er Alfred Berg blandt de førende kapitalforvaltere i Norden med kontor i København, Stockholm, Oslo og Helsinki.

Alfred Berg repræsenterer i dag den nordiske region i Fortis' globale netværk. Dermed har Alfred Berg et solidt fundament i Norden kombineret med et omfattende globalt netværk (Nordic Power - Global Reach).



GIPS-certificeret

GIPS er den globale, etiske standard for beregning og præsentation af afkast. Standarden anses for at være markedets benchmark på området. Præsentationsstandarden er udarbejdet og sponsoreret af CFA Institute.

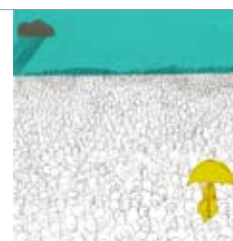
Revisionsfirmaet Ernst & Young, Statsautoriseret Revisionsaktie-selskab, står for den uafhængige verifikation af, at Investeringsforeningen Alfred Berg Invest har været GIPS-certificeret siden 2000 og har opfyldt GIPS-standarden siden 1. januar 1995.



Information

Yderligere information om Investeringsforeningen Alfred Berg Invest samt prospekter, vedtægter og tegningsblanketter kan hentes på www.alfredberginvest.dk

Indre værdi beregnes dagligt og kan blandt andet ses på www.alfredberginvest.dk



Hos Alfred Berg arbejder vi med en række nøgleord, som vi gerne vil være kendt for at leve op til. Det er begreberne professionalismisme, performance, tillid, fremsynethed, engagement, integritet og partnerskab.

Vi har bedt tegneren Joanna Nilsson illustrere disse begreber, og resultatet ses her på siderne.



Fem investeringsråd i en turbulent tid

Markedsudviklingen i 2008 var helt ekstraordinær, og man kan godt forstå, hvis nogen fik testet deres tillid til investering generelt. Men hvad gør man egentlig som investor i en investeringsforening?

Store kursudsving hører med til at investere

Aktiemarkeder stiger på det lange sigt, men ikke uden kursfald imellem. Det så vi den sorte mandag i oktober 1987, under Iraks invasion af Kuwait i august 1990 og da IT-boblen brast i begyndelsen af årtusindet. De hidtidige erfaringer viser, at kursfaldene kan være ekstreme, men også at de er midlertidige. Kort sagt: På det lange sigt stiger markederne mere, end de falder.

Det er bedre at forblive investeret

Markederne vil stige igen. I de seneste 20 kalenderår er den typiske danske aktieafdeling i de danske investeringsforeninger steget i 14 år og faldet i 6 år. Nogle af de største kursfald er blevet fulgt af de største stigninger, og hvis man blot mister nogle få af de bedste måneder med kursstigninger, går det ud over afkastet. I 20-året 1988-2007 voksede 100 kroner investeret i den typiske danske aktieafdeling til cirka 1.100 kroner. Men var investor gået glip af bare de fem bedste måneder undervejs, så ville investeringen kun være blevet til omkring 650 kroner.

Det er godt at spare op hele tiden

Når det stormer på børserne, holder mange sig tilbage fra at investere nye penge på aktiemarkedet, men det svækker det langsigtede afkast. Hvis man ikke ønsker at købe aktiebaserede investeringsbeviser, efter at kurserne er faldet meget, hvornår skal man så købe? Kursfald kan naturligvis reducere risikovilligheden hos den enkelte investor. Men den investor, der blot vil vente til usikkerheden er blevet mindre og udsigterne bedre, vil opleve, at kurserne allerede er steget, når han/hun er klar til at købe. Ingen kan vide, hvornår aktiemarkedet begynder at stige, men ofte sker det, før økonomierne viser forårstegn.

Rådgivning kan gøre en stor forskel

Kortsigtede beslutninger – evt. i panik – kan ødelægge en langsigtet investeringsstrategi, så man ikke når de mål, man har sat sig med sin opsparing. Ikke mindst i usikre tider med store kursudsving kan en rådgiver gøre en stor forskel. En god rådgiver kan hjælpe med at afdække risikoprofil og tidshorisont og sikre en fordeling mellem obligationer og aktier, der passer til den enkelte. Det giver bedre beslutninger at følge – og være tro mod – en langsigtet investeringsstrategi end at lade sig friste af kortfristede stemninger.

Risikospredning er en fordel

Investeringsforeninger er en sikker opsparingsform med indbygget risikospredning. En investeringsforening kan lige så lidt som den direkte investering skærme investorerne mod de generelle kursfald, som med mellemrum indtræffer på markedet. Men den lovpligtige risikospredning i investeringsforeningerne er en stor fordel. For den betyder, at opsparingen er fordelt på mange obligationer eller aktier. Derved bliver afkastet kun i mindre omfang påvirket af, om den enkelte obligationsudsteder kan betale pengene tilbage, eller om det enkelte aktieselskab klarer sig skidt. Danske investeringsforeninger har historisk givet gode afkast i europæisk perspektiv – og har desuden lave omkostninger sammenlignet med foreninger fra det øvrige Europa.

