



## Årsrapport 2010

*Kunsten at vælge fra*



# Årsrapport 2010

## Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Forord .....	4
Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere .....	6
Carnegie WorldWides interesser .....	12
5 års nøgletal .....	14
Ledelsesberetning – Beretning for alle afdelinger .....	18
Ledelsesberetning – Aktiemarkederne i 2010 og forventninger .....	22
Ledelsespåtegning .....	26
Den uafhængige revisors påtegning og udtalelse .....	27
Anvendt regnskabspraksis .....	28
Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Globale Aktier .....	30
Resultatopgørelse .....	33
Balance .....	33
Noter .....	34
Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Europa .....	38
Resultatopgørelse .....	41
Balance .....	41
Noter .....	42
Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Danske Aktier .....	44
Resultatopgørelse .....	47
Balance .....	47
Noter .....	48
Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Østeuropa .....	50
Resultatopgørelse .....	53
Balance .....	53
Noter .....	54
Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Asien .....	56
Resultatopgørelse .....	59
Balance .....	59
Noter .....	60
Ledelsesberetning – Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver .....	62

# Forord

## Kære medlem

### Pæne investeringsafkast i 2010

2010 blev endnu et godt år for aktieinvestorer og foreningens medlemmer. Vores afdelinger skabte afkast på 16-30%. Afdeling Østeuropa og afdeling Europa klarede sig i særdeleshed godt med merafkast på henholdsvis 8%-point og 10%-point i forhold til markedsgennemsnittene. Afdeling Danske Aktier skabte et afkast på linje med indekset, hvilket bestyrelsen finder tilfredsstillende. Med de foregående års markante merafkast ligger afdelingen fortsat helt fremme i konkurrentstatistikken, når der sammenlignes på 3 år og 5 år.

Afdeling Asien og afdeling Globale Aktier skabte afkast under markedsgennemsnittene i 2010 på ca. 5%-point. Disse to afdelinger har over de seneste 3 år skabt afkast under markedsgennemsnittene, og disse afdelinger har dermed i denne periode ikke opfyldt vores målsætning om at skabe merafkast set over længere tidshorisonter. Bestyrelsen evaluerer løbende foreningens resultater, og jeg vil derfor gerne redegøre for vores tanker i denne forbindelse. Lad mig starte med udviklingen i afdeling Asien.

Vi oprettede afdeling Asien i slutningen af 2006, idet vi allerede dengang så Asien som en central drivkraft for verdensøkonomien i mange år fremover. På dette tidspunkt havde vores investeringsrådgiver Carnegie Asset Management ikke en lang erfaring med produkter, som alene investerer i de mindre asiatiske selskaber, hvilket var forklaringen på, at vi ikke børsnoterede afdelingen og ikke anbefalede den til private investorer. Afkastet i afdelingen frem til i dag har været positivt med 17,5%, hvilket dog er væsentlig mindre end, hvad de asiatiske markeder overordnet set har givet. Disse er i samme periode steget 42,6%. Den væsentligste årsag til denne udvikling er, at vores investeringsstrategi i denne periode, hvor de mere risikofyldte aktier har gjort det bedst, har haft en for tung fokus på prisfastsættelsen af selskaberne. Vi har den overbevisning, at en vurdering af prisfastsættelsen af en aktie er vigtig for et godt langsigtet afkast, men omvendt må vi også erkende, at investorerne i Asien ofte har en mere kortsigtet investeringsadfærd, hvorved den relative kursudvikling mellem lande og sektorer i regionen på kort til mellemlangt sigt kan være drevet af mere spekulativ adfærd.

Vores investeringsrådgiver besluttede i sommeren 2010 at styrke forvalterteamet bag afdeling Asien med ansættelsen af Allan Christensen, som i sin tidligere ansættelse hos Jyske Invest har skabt nogle af Danmarks bedste resultater på asiatiske aktier. Allan Christensen har tidligere med held forstået de lidt mere kortsigtede trends, som præger regionen. Herudover har vi, i erkendelse af at de bedste investeringsidéer i regionen ofte skal findes blandt de mindre virksomheder, valgt at øge antallet af aktier i porteføljen. Styrkelsen af forvalterteamet og justeringen af investeringskonceptet giver os således troen på forbedrede resultater fremover.



### Resultat 2010

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast
Globale Aktier	16,0%	20,7%	-4,7%
Europa	21,8%	11,3%	10,5%
Danske Aktier	25,2%	25,2%	0,0%
Østeuropa	29,9%	22,1%	7,8%
Asien	22,7%	28,1%	-5,4%

Med hensyn til afdeling Globale Aktier, som jo er foreningens største afdeling, har afdelingen nu eksisteret i mere end 20 år. Gennem denne periode har afdelingen skabt et gennemsnitligt årligt merafkast på lige under 5%-point. Konsistensen i merafkastene har været god, om end der har været perioder, hvor vi har skabt negative afkast i forhold til markedet. I afdelingens levetid med 21 kalenderår har vi haft 8 år, hvor afkastet har været lavere end markedet. Vi har den klippefaste opfattelse, at det er den langsigtede investor, som i længden opnår de bedste resultater. Omvendt er det dog uundgåeligt, at der kommer perioder med lavere afkast end markedet, når man investerer med en lang tidshorison.

Hovedforklaringen på udviklingen de seneste 3 år er, at vi i 2009 – set i bakspejlet – lagde for meget vægt på den meget store makroøkonomiske usikkerhed. Dette betød, at vi havde fokus på bevarelse af pengenes værdi og derfor førte en forsigtig investeringsstrategi. Siden markedet bundede i foråret 2009 og frem til i dag, har det været de mindre selskaber samt cykliske og mere gældsatte selskaber, som har ført an i kursopgangen. Kort fortalt har vi altså haft for lidt risiko i porteføljen, men dette var et bevidst valg. Konjunkturudvik-

lingen kunne have fortsat i den negative retning, og mange flere selskaber ville i så fald være gået konkurs.

For udviklingen i 2010 må vi erkende, at vores selskabsvalg ikke faldt heldigt ud, idet nogle enkelte investeringer trak afkastet væsentligt ned. Et godt selskabsvalg – altså at finde vinderne og undgå taberne – er kritisk, når man som os har koncentreret porteføljer med få aktier. I 2007 havde vi et særdeles godt selskabsvalg, hvor afdeling Globale Aktier skabte et merafkast på 18%. I 2010 fungerede vores selskabsvalg omvendt ikke tilfredsstillende.

Vi i bestyrelsen har naturligvis spurgt os selv, om der er behov for justeringer af konceptet, nu hvor vi for første gang i 20 år oplever en 3-årig periode med afkast under markedet. Vores konklusion er, at vi fortsat tror på, at vores aktive investeringsproces med fokus på få aktier og en langsigtet investeringshorisont er den rigtige. Når vi ser tilbage, har der været tilsvarende perioder, hvor vi har haft svært ved at skabe merafkast, når markedet vender fra en større cyklisk nedgang. Forklaringen på dette er blandt andet vores prioritet på at bevare værdien af medlemmernes penge, når markedsusikkerheden er høj. Dette mønster var ligeledes tilfældet i 2003, og historien viste dengang, at vi efterfølgende indhentede det tabte og mere til i takt med, at kursopgangen spredte sig til de større og mere stabile aktier. Vi tror, at denne udvikling vil gentage sig i 2011.

### Afdeling Asien børsoptageres og ny afdeling introduceres

Bestyrelsen evaluerer løbende foreningens produktudbud. Gennem de seneste par år har vi fokuseret foreningens produktudbud markant ved fusion af de to obligationsafdelinger med tilsvarende afdeling i Nykredit Invest og fusion af afdeling Emerging Growth med afdeling Globale Aktier. Bestyrelsen mener nu, at tiden er rigtig til igen at udvide produktpaletten en smule.

Som nævnt ser vi fortsat meget positivt på Asien som investeringsregion. Asien og særligt Kina er den helt centrale vækstdynamo for den globale økonomi, og regionen er ikke så eksportafhængig som tidligere. Væksten i det indenlandske forbrug vil spille en altafgørende rolle. Dette giver spændende investeringsmuligheder. Dette kombineret med styrkelsen af vores rådgiverteam og justeringen af investeringskonceptet gør, at tiden nu er rigtig til at børsoptage afdeling Asien. Afdeling Asien blev optaget til notering i slutningen af januar, og afdelingen kan dermed nu handles på linje med foreningens øvrige afdelinger via bankerne og deres netbankløsninger. Vi vil ligeledes nu løbende berette om udviklingen i afdelingen i vores kvartalsorientering. På hjemmesiden kan du læse mere om afdelingen samt finde en temaartikel om vores langsigtede syn på investeringsmulighederne i Asien.

Et af spørgsmålene fra medlemmer på vores investormøder er, hvorfor vi har så mange tobaksaktier blandt investeringerne. Vores korte svar til dette er, at tobaksindustrien over det lange løb har været et af

de allerbedste investeringsområder. Omvendt ser vi i forlængelse af denne type spørgsmål også en stigende fokus og interesse blandt udvalgte investorer for etiske kriterier i forhold til aktieinvesteringer. Vi har derfor besluttet at lancere yderligere en udgave af afdeling Globale Aktier, hvor vi specifikt udelukker sektorer som tobak og alkohol og derudover foretager en egentlig etisk screening af selskaberne. Vi forventer at kunne fortælle mere om denne nye afdeling i det tidlige forår.

### Generalforsamling og investormøder

Igen i år afholder vi investormøder og generalforsamling på forskellige dage, således at vi kan gå mere i dybden med foreningens investeringer på investormøderne. Tilbagemeldingen fra medlemmerne på denne opdeling har været positiv, og vi i bestyrelsen oplever, at det nye format giver bedre mulighed for en tættere og mere konstruktiv dialog med de medlemmer, som møder op til generalforsamlingen.

Vi har i år fastsat investormødet i København til den 16. marts og investormødet i Århus til den 17. marts. Vores investeringsrådgivere vil traditionen tro fortælle om udsigterne for de internationale kapitalmarkeder og interessante langsigtede investeringstemaer. Herudover sætter vi i år fokus på afdeling Asien, og vi vil fortælle nærmere om den nye afdeling Globale Aktier med etisk screening.

Foreningens ordinære generalforsamling afholder vi i år onsdag den 13. april. Generalforsamlingen vil blive afholdt på foreningens adresse, og denne henvender sig som på de to foregående år altså primært til dem med interesse for de formelle punkter på dagsorden.

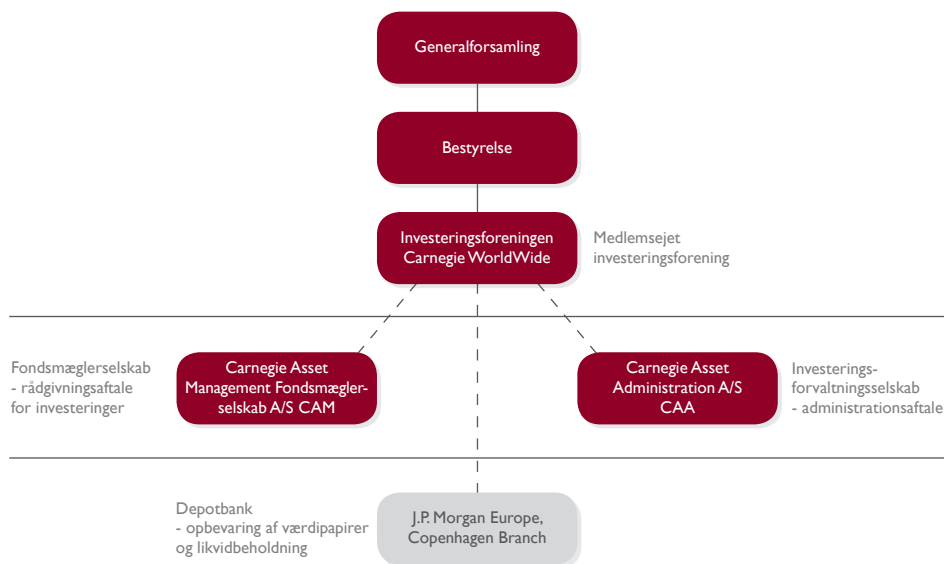
Afslutningsvis vil jeg gerne takke foreningens medlemmer for den fortsatte opbakning samt vores samarbejdspartner Carnegie Asset Administration A/S, som varetager den daglige ledelse af foreningen, og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der rådgiver om vores investeringer, for samarbejdet i 2010.

Med ønsket om et godt 2011 til alle foreningens medlemmer!

### Karsten Kielland

Formand

# Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere



## Investeringsforeningen Carnegie WorldWides historie

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide er en medlemsejet forening, som blev stiftet i juni 1990 med henblik på at give privatpersoner og andre mulighed for at få adgang til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S' (CAM) investeringsekspertise. Denne ekspertise var tidligere kun tilgængelig for institutionelle kunder og selskaber. Foreningens investeringsmæssige målsætning er at sikre medlemmerne en langsigtet, god og stabil formue-tilvækst, som ligger over markeds gennemsnittet. Afdelingernes investeringsfokus er generelt på selskaber med langsigtede, gode vækstmuligheder og med en troværdig ledelse.

Afdeling Globale Aktier blev introduceret ved stiftelsen og har således eksisteret i mere end 20 år. Siden blev afdeling Danske Aktier oprettet i oktober 1998, mens søsterforeningen Carnegie Østeuropa i 2004 blev flyttet til foreningen som en selvstændig afdeling. I 2005 blev afdeling Europa oprettet, mens afdeling Asien blev oprettet i 2006.

Carnegie WorldWide blev etableret i 1990 for at give privatpersoner adgang til investeringsekspertisen i Carnegie Asset Management.

I 2009 blev foreningens to obligationsafdelinger fusioneret med tilsvarende afdelinger i Nykredit Invest, og i 2010 blev afdeling Emerging Growth fusioneret med afdeling Globale Aktier.

## Generalforsamling

Generalforsamlingen er foreningens øverste myndighed. På generalforsamlingen vælges en bestyrelse til at varetage medlemmernes interesser. Foreningens ordinære generalforsamling afholdes hvert år inden udgangen af april måned i København. Generalforsamlingen indkaldes 2-4 uger forinden. Eventuelle forslag til dagsorden fra medlemmerne skal være indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar. Foreningen udsender indkaldelse og dagsorden til alle navnenoterede medlemmer, og årsrapporten til alle, som har udtrykt ønske om dette. Dagsorden, de fuldstændige forslag samt årsrapporten er tilgængelige på foreningens kontor og hjemmeside.

En ekstraordinær generalforsamling kan afholdes, hvis medlemmer, der tilsammen ejer mindst 10% af andelen i en afdeling, ønsker dette, eller når to medlemmer af bestyrelsen eller en revisor ønsker dette.

## Bestyrelsen varetager foreningens interesser

Bestyrelsen skal ifølge foreningens vedtægter bestå af tre til fem medlemmer. Bestyrelsen består i dag af fem medlemmer: **Karsten Kieland, Jutta af Rosenberg, Jens Højberg, Jens Ole Jensen og Jens Christian Lorenzen**.

Bestyrelsen afholder fast fire ordinære bestyrelsesmøder og derudover efter behov. I 2010 har bestyrelsen afholdt i alt fem bestyrelsesmøder. Herudover afholder bestyrelsen fast ét årligt bestyrelsesseminar. Direktionen for investeringsforvaltningselskabet deltager på møderne, og investeringsrådgiveren deltager på bestyrelsens møder, når diskussionerne vedrører investeringerne.





Bestyrelsen har valgt **Karsten Kielland** som formand. Han er til daglig advokat i advokatfirmaet Accura. Karsten Kielland bruger en stor del af sin arbejdstid på netop bestyrelsesarbejde, og han tilfører dermed bestyrelsen en god erfaring vedrørende det praktiske bestyrelsesarbejde og juridiske problemstillinger. **Jutta af Rosenberg** er tidligere økonomidirektør i medicinalfirmaet ALK-Abelló A/S og tilfører bestyrelsen dels en høj regnskabsmæssig forståelse, dels en indsigt i de driftsmæssige udfordringer ved at lede en virksomhed. **Jens Høiberg** tilfører bestyrelsen ekspertise inden for obligationer og makroøkonomi, idet Jens Høiberg er makroøkonomisk rådgiver for pensionskasser og fonde i Europa og endvidere selv styrer porteføljer i europæiske statsobligationer. Han har blandt andet et doktorat i økonomi fra EUI, Firenze, Italien, der er EU's doktorale og post-doktorale forskningsinstitut. **Jens Ole Jensen** er underdirektør i Auriga A/S og tilfører indsigt i de praktiske udfordringer og problemstillinger, virksomheder står over for. Endelig er **Jens Christian Lorenzen** tidligere direktør i Otto Mønsted A/S, som er et investeringsselskab, der bl.a. investerer i både børsnoterede og unoterede virksomheder. Jens Christian Lorenzen har en bred erfaring med bestyrelsesarbejde og analyse af virksomheder.

Det er bestyrelsens ansvar at udarbejde retningslinjerne for foreningens væsentligste aktivitetsområder samt fastlægge arbejdsdelingen mellem bestyrelse og direktion. I overensstemmelse med lovgivningen har foreningens bestyrelse valgt at overdrage den daglige administration til Carnegie Asset Administration A/S (CAA). CAA er godkendt af Finanstilsynet til at administrere investeringsforeninger. Da al foreningens administration varetages af CAA, er der ingen ansatte eller direktion i foreningen. Derfor fungerer direktionen i CAA i praksis som direktion for foreningen. Dette vil sige, at CAA's direktør udadtil og i dialogen med foreningens bestyrelse fungerer som foreningens direktør.

Bestyrelsen har udarbejdet en forretningsorden, som beskriver, hvilke opgaver bestyrelsen skal tage sig af. Derudover er der i aftalerne med CAA og CAM fastlagt ansvars- og rollefordeling mellem bestyrelsen og disse to selskaber.

Medlemmerne har gennem foreningen adgang til en investeringsekspertise, som ellers er forbeholdt store investorer. Fokus og stabilitet i investeringsteamet er nogle af nøgleordene for Carnegie Asset Management.

## Bestyrelsesmøde med direktionen og investeringsrådgiver

### Bestyrelsens arbejde i overskrifter

- godkende afdelingernes investeringspolitik
- godkende overordnet investeringsstrategi
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- evaluere foreningens produktudbud
- evaluere rådgiver, administrator og dennes direktion
- sikre at administrationen fungerer betryggende og er i overensstemmelse med lovgivningen
- udarbejde skriftlige retningslinier for direktionen i CAA
- udarbejde fondsinstruks
- godkende halvårs- og årsrapporten
- godkende prospekter
- godkende kvartalsorienteringer
- arrangere et årligt seminar sammen med administrator og rådgiver
- foreslå valg af revisor samt evaluering af denne

Bestyrelsen og foreningens administrator følger InvesteringsForeningsRådets Fund Governance anbefalinger.

### Investeringsrådgiveren: Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Bestyrelsen har indgået en rådgivningsaftale med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CAM). CAM besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Dette er nogle af nøgleværdierne, som sammen med en stor stabilitet i investeringsteamet er fundamentet for gode langsigtede investeringsresultater. Udover rådgivning af Investeringsforeningen Carnegie WorldWide udfører CAM også porteføljestyring for udenlandske fonde og stiftelser, danske pensionskasser, livsforsikringselskaber, danske børsnoterede selskaber samt danske og udenlandske privatpersoner og selskaber. CAM's overordnede investeringsmålsætning er en langsigtet, stabil formuertilvækst under lav risiko.

Medarbejdere i CAA varetager den daglige administration af foreningen. En af opgaverne er hen over dagen at overvåge kursudviklingen på foreningens investeringer og den indre værdi i de enkelte afdelinger. Ved større kursændringer rapporterer CAA nye indre værdier og handelskurser til fondsbørsen. Herved sikres det, at foreningens medlemmer altid handler på opdaterede kurser.

### Den daglige administration: Carnegie Asset Administration A/S

Bestyrelsen for Carnegie WorldWide har indgået en administrationsaftale med investeringsforvaltningsselskabet Carnegie Asset Administration A/S (CAA), således at dette selskab varetager alle daglige opgaver i foreningen. Der er derfor ingen ansatte i selve investeringsforeningen. Som omtalt har bestyrelsen for Carnegie WorldWide valgt Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S til at rådgive CAA om foreningens konkrete investeringer.

### Carnegie Asset Administration A/S' opgaver i overskrifter

- administration og placering af foreningens formue
- førelse af bogholderi for hver afdeling
- daglig værdiopgørelse og løbende overvågning hen over dagen
- udarbejdelse af halvårs- og årsrapport
- udarbejde kvartalsorienteringer
- udarbejde prospekter
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- rapportering til foreningens bestyrelse
- forestå afholdelse af bestyrelsesmøder
- markedsføring og annoncering
- udvikling og vedligeholdelse af foreningens hjemmeside
- skriftlig og mundtlig kommunikation med medlemmerne
- rapportering og kontakt til Finanstilsynet og fondsbørsen

### Depotbanken er uafhængig og sikrer særskilt opbevaring af foreningens midler

Carnegie WorldWide har indgået en depotaftale med J.P. Morgan Europe om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvide midler. Depotbanken er uafhængig, hvorved det sikres, at foreningens værdipapirer, likvide midler og andre aktiver opbevares særskilt fra eksempelvis administrator og rådgiver. Herved opnås et lukket kredsløb af foreningens aktiver. Depotbanken har derudover en forpligtelse til at tilse, at foreningens handel med værdipapirer foregår i henhold til lovgivningen om investeringsforeninger. Depotbanken har en række kontrolforpligtelser over for foreningen, bl.a. at kontrollere indre værdiberegninger samt emissions- og indløsningspriser. Derudover sikrer depotbanken gode lokale samarbejdspartnere på de

### Omkostninger

Foreningen har udliciteret den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for disse ydelser. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. og dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber.



## Investeringsmøde med porteføljeforvalterne fra Carnegie Asset Management



markeder, foreningen investerer på, således at foreningen opnår en tryk opbevaring af foreningens værdipapirer. Endelig sørger depotbanken blandt andet for den fysiske afvikling af handlerne samt hjemsøgning af refunderbare udbytteskatter. Foreningen har indgået aftale med Nordea Bank Danmark om håndtering, udstedelse og indløsning af andele i de enkelte afdelinger over for værdipapircentralen.

### Aftaler og evaluering af samarbejdspartnere

Foreningen har som nævnt overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for dette arbejde. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. og dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne

udgiftspost er specificeret som henholdsvis ”fast administrationshonorar” og ”fast rådgivningshonorar” i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber. Omkostninger, der ikke er dækket af disse poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til NASDAQ OMX Copenhagen, betaling til marked maker samt få andre mindre poster. Alle andre omkostninger afholdes og bogføres som en konsekvens heraf hos administrationsselskabet og investeringsrådgiveren.

Bestyrelsen foretager løbende en evaluering af foreningens samarbejdspartnere, og på det årlige seminar foretager bestyrelsen en samlet evaluering. Som en forberedelse til dette seminar har bestyrelsesformanden ligeledes en evalueringssamtale med direktionen i CAA.

Bestyrelsen foretager på seminaret en konkret evaluering af samarbejdspartnernes indsats for året, herunder en vurdering af foreningens afkast, som administrator og investeringsrådgiveren har skabt til medlemmerne i det forløbne år. Bestyrelsen foretager en vurdering af, hvorvidt de opnåede resultater er tilfredsstillende både i forhold til markedsgennemsnittet og i relation til de omkostninger, foreningen har betalt. Carnegie WorldWides målsætning er at skabe langsigtede resultater, som er over gennemsnittet. Derfor vurderer bestyrelsen også resultaterne i et længere perspektiv.

### Fakta om Carnegie WorldWide

Carnegie WorldWides fem afdelinger er udloddende, dvs. hver afdeling er skattefri, men til gengæld pligtig til at udbetale en del af årets afkast i den enkelte afdeling som udbytte til medlemmerne. Udloddningen fra Carnegie WorldWides afdelinger beskattes hos investor i forhold til de enkelte indkomstkompener i afdelingerne.

Udloddningen i aktieafdelinger omfatter renter og udbytter samt realiserede nettokursgevinster på aktier udregnet efter fradrag af administrationsomkostninger. Flere af foreningens afdelinger har dog historiske tab, som kan modregnes i fremtidige gevinster. Størrelsen af disse historiske skattetaf kan ses i note 6 i regnskaberne.

Carnegie WorldWide er omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og er dermed underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Registreringsnummeret er FT 11057. Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsForeningsRådet.

### Informationer fra Carnegie WorldWide

Alle Carnegie WorldWides fem afdelinger er børsnoteret og kursnoteres dagligt på NASDAQ OMX Copenhagen. Afdeling Asien blev dog først børsnoteret pr. 31. januar 2011.

Foreningen lægger stor vægt på åbenhed i kommunikationen med medlemmerne og andre interessenter. I den skriftlige kommunikation lægger vi høj vægt på grundigt at forklare foreningens grundlæggende investeringsfilosofi, investeringsstrategien i de enkelte afdelinger, porteføljeomlægninger samt anden væsentlig information. Foreningen udgiver derfor en grundig kvartalsorientering, som automatisk udsendes til alle navnenoterede medlemmer. Denne giver et godt overblik over, hvordan kvartalet er forløbet: hvad er købt og solgt, sammensætningen af porteføljerne, og hvad foreningen forventer af fremtiden. Årsrapporten indeholder en gennemgang af hele året samt forventningerne for det kommende år. Foreningen offentliggør også en halvårsrapport.

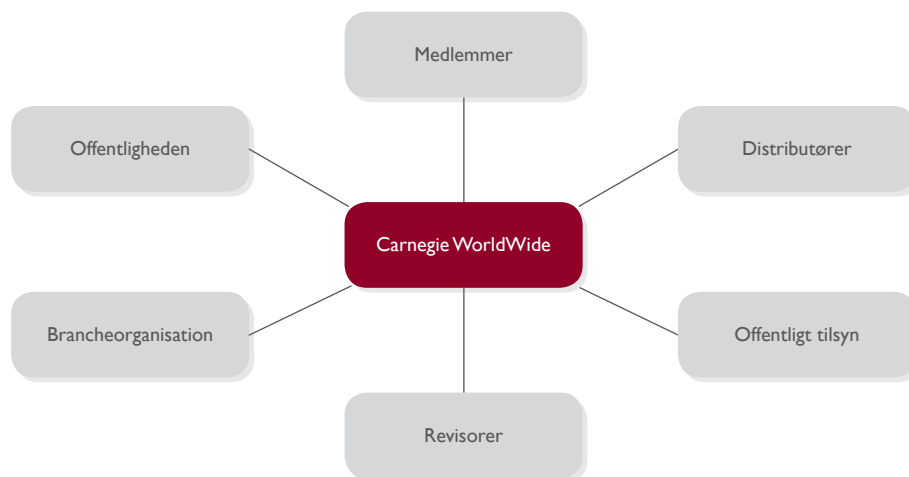
Det er målsætningen, at foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk) skal give et godt indblik i foreningen, og at alle foreningens publikationer er tilgængelige her. Det er desuden muligt via hjemmesiden at tilmelde sig en elektronisk nyhedsjeste.

#### Medlemsrettigheder

- Ethvert medlem af foreningen har ret til at deltage på generalforsamlingen, når man senest tre hverdage forinden har afhentet adgangskort på foreningens kontor.
- Stemmeret kan kun udøves for de andele, som mindst fire uger forud for generalforsamlingen er noteret på navn i foreningens bøger.
- De beføjelser, der udøves af foreningens generalforsamling, tilkommer en afdelings medlemmer for så vidt angår godkendelse af afdelingens årsrapport, ændring af vedtægternes regler for anbringelse af afdelingens formue og afdelingens opløsning, fusion og spaltning.
- Ethvert medlem har én stemme pr. andel.
- Ethvert medlem har ret til at overdrage fuldmagt til anden person.
- Ingen ejer af andele kan afgive stemme for mere end 5% af det samlede pålydende af de til enhver tid cirkulerende andele.
- Beslutninger på generalforsamlingen træffes generelt ved almindelig stemmeflerhed, dog med enkelte undtagelser.



## Carnegie WorldWides interessenter



### Medlemmer

Foreningen har ca. 17.000 navnenoterede medlemmer. Derudover er en række medlemmer ikke navnenoteret. Foreningen skønner, at det samlede medlemstal inklusive ikke-navnenoterede medlemmer er ca. 19.000.

#### Distributører

CAM har i dag indgået ca. 15 betydende samarbejdsaftaler med pengeinstitutter og unit link-selskaber for at forbedre eksisterende og nye medlemmers indsigt i Carnegie WorldWide. Medlemmerne får herved et bedre beslutningsgrundlag for deres investeringsbeslutning. CAM kræver, at samarbejdspartneren yder en synlig informations- og markedsføringsindsats. Det er CAM, som betaler provision for rådgivningen til samarbejdspartneren. Carnegie WorldWide har ingen udgifter herved.

### Distributører

Ifølge foreningens aftale med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CAM) er det CAM, som står for rådgivning af eksisterende og nye medlemmer. Som en konsekvens af CAM's fokus på at skabe gode investeringsresultater og givet den manglende infrastruktur i form af et filialnet, har CAM besluttet at søge samarbejdsaftaler, der giver mulighed for direkte kommunikation med investorer om Carnegie WorldWides afdelinger. Herigennem forbedres eksisterende og nye medlemmers indsigt i Carnegie WorldWide, således at medlemmerne opnår et bedre grundlag for deres investeringsbeslutning.

CAM har i dag indgået ca. 15 betydende samarbejdsaftaler med primært pengeinstitutter og unit link-selskaber. Unit link-selskaber giver pensionsopparere adgang til selv at investere deres pensionsmidler i eksempelvis investeringsforeninger. Når CAM har indgået en aftale med et unit link-selskab, bliver det dermed muligt for pensionsoppareren at investere pensionsmidlerne i Carnegie WorldWide. Samarbejdsaftaler med pengeinstitutter betyder, at disse pengeinstitutter uddanner deres investeringsrådgivere om Carnegie WorldWides afdelinger, således at eksisterende og nye medlemmer kan få rådgivning om foreningens produkter i pengeinstitutternes filialer.

CAM stiller generelt følgende krav til samarbejdspartneres kommunikations- og markedsføringsindsats:

- Der skal ydes en synlig informations- og markedsføringsindsats.
- Der indgås udelukkende aftaler med partnere, som yder direkte kommunikation og rådgivning til en bred vifte af kunder, og som arbejder med et gennearbejdet og seriøst rådgivningskoncept.
- Det er et krav, at samarbejdspartneren er indstillet på at investere de nødvendige ressourcer i udvikling og vedligeholdelse af kompetencen hos investeringsrådgiverne.
- Samarbejdspartnerens kommunikations- og rådgivningsindsats honoreres med provision, der står i relation til dennes indsats. Denne betaling afholdes af CAM. Foreningen har ingen omkostninger herved.

CAM foretager typisk en kvartalsvis evaluering af alle eksisterende samarbejdsaftaler, herunder af aktiviteter, volumen, kommunikations- og markedsføringsupport samt vilkår for samarbejdet. Det er målsætningen at være i telefonisk kontakt med alle samarbejdspart-



ner hvert kvartal samt at mødes minimum én gang om året. Desuden er det CAM's målsætning at afholde et årligt investeringsseminar for alle samarbejdspartnere, hvor afdelingernes investeringspolitik og strategi gennemgås.

### Offentligt tilsyn

Carnegie WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Finanstilsynet arbejder med lovgivningen for investeringsforeninger samt udfører kontrol af foreningerne. Carnegie WorldWide er registreret hos Finanstilsynet under FT 11057. På Finanstilsynets hjemmeside [www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk) findes alle relevante love og vejledninger vedrørende investeringsforeninger.

#### Revisorer

Revisor reviderer årsregnskaberne samt foretager en række kontrolopgaver. Foreningens bestyrelse evaluerer årligt revisors uafhængighed og kompetence. Bestyrelsen definerer desuden overordnede rammer for revisors levering af ikke-revisionsydelse.

### Revisorer

Foreningen har én revisor. Dette er Grant Thornton, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab. Revisoren reviderer årsregnskaberne samt foretager en række kontrolopgaver i løbet af året for at sikre, at foreningens administration er i overensstemmelse med lovgivningen.

Foreningens bestyrelse evaluerer årligt revisors uafhængighed og kompetence. Bestyrelsen definerer desuden overordnede rammer for revisors levering af ikke-revisionsydelse.

### Brancheorganisation

Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsForeningsRådet. På deres hjemmeside [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk) findes en lang række nyttige oplysninger om investeringsforeningerne i Danmark, herunder sammenlignende afkaststatistikker.

### Offentligheden

Det er foreningens holdning at fremtræde som en seriøs og kompetent investeringsforvalter. Derfor lægger foreningen stor vægt på åbenhed i kommunikationen med medlemmerne og den øvrige offentlighed. Foreningen udgiver en grundig kvartalsorientering samt en årsrapport, der indeholder en gennemgang af hele året samt udsigterne for det kommende år. Foreningens hjemmeside giver desuden et godt indblik i foreningen, og alle foreningens publikationer er tilgængelige her.





## 5 års nøgletal

### Carnegie WorldWide/Globale Aktier

Nøgletal	2010	2009	2008	2007	2006
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	739.055	932.972	-3.247.579	1.080.254	732.742
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	4.550.329	5.215.532	4.138.122	7.665.073	7.256.484
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	931.916	1.227.991	1.160.675	1.287.389	1.408.761
Indre værdi	488,28	424,72	356,53	595,40	515,10
Officiel kurs	491,03	431,01	349,99	602,31	512,06
Udlodning pr. andel	4,50	4,00	5,50	3,25	3,00
Årets afkast i procent	16,0	21,0	-39,7	16,3	12,6
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	20,7	25,9	-37,8	-1,6	7,3
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til og med 31. december 2009 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.

### Carnegie WorldWide/Europa

Nøgletal	2010	2009	2008	2007	2006
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	31.052	42.844	-284.155	4.088	103.412
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	157.131	175.559	297.534	739.818	658.544
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	143.466	192.406	408.893	526.536	447.588
Indre værdi	109,52	91,24	72,77	140,51	147,13
Officiel kurs	110,11	90,30	71,76	139,34	149,80
Udlodning pr. andel	1,75	1,50	1,25	5,00	8,50
Årets afkast i procent	21,8	27,7	-46,0	1,1	21,3
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	11,3	31,6	-43,7	2,7	19,5
Omkostningsprocent	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner.

### Carnegie WorldWide/Danske Aktier

Nøgletal	2010	2009	2008	2007	2006
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	93.762	131.433	-208.262	36.315	142.213
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	465.622	367.382	238.598	529.289	594.940
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	241.604	238.706	234.877	222.574	226.901
Indre værdi	192,72	153,91	101,58	237,80	262,20
Officiel kurs	191,88	155,44	101,96	236,82	261,65
Udlodning pr. andel	3,50	0,00	1,75	47,25	40,25
Årets afkast i procent	25,2	54,0	-45,4	5,5	28,7
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	25,2	38,5	-49,3	8,0	31,3
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er OMX Cph. Cap indeks inklusive udbytter i danske kroner.

## Carnegie WorldWide/Østeuropa

Nøgletal	2010	2009	2008	2007	2006
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	175.566	466.254	-1.915.882	444.230	469.704
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	500.423	862.260	612.345	2.544.663	2.005.578
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	175.862	393.633	521.685	517.868	464.888
Indre værdi	284,55	219,05	117,38	491,37	431,41
Officiel kurs	288,45	214,08	113,54	484,61	431,64
Udlodning pr. andel	1,00	0,00	1,75	31,75	32,00
Årets afkast i procent	29,9	88,9	-74,0	22,3	29,0
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	22,1	68,9	-64,6	14,0	27,7
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark består p.t. af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive udbytter i danske kroner.

## Carnegie WorldWide/Asien

Nøgletal	2010	2009	2008	2007
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	141.431	326.748	-741.057	235.150
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	723.947	681.382	675.084	1.350.420
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	645.349	745.480	1.169.682	1.077.812
Indre værdi	112,18	91,40	57,72	125,29
Officiel kurs	-	-	-	-
Udlodning pr. andel	0,00	0,00	0,00	4,25
Årets afkast i procent	22,7	58,4	-51,8	25,3
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	28,1	66,7	-50,0	33,6
Omkostningsprocent	1,9	1,9	1,9	2,0

Afdelingen er startet den 6. december 2006, og alle angivne nøgletal for 2007 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Asienindeks eksklusive Japan, inklusive udbytter i danske kroner.

## Risikoeksponering – målt på standardafvigelse og Sharpe Ratio

Annualiserede standardafvigelser opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	16,8	14,7	13,8	15,3
Benchmark <sup>1)</sup>	18,4	15,3	13,6	15,9
Carnegie WorldWide/Østeuropa	39,9	33,1	30,1	27,6
Benchmark <sup>2)</sup>	36,4	30,6	28,7	28,3
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	27,1	22,5	20,2	21,6
Benchmark <sup>3)</sup>	26,4	21,9	19,5	19,9
Carnegie WorldWide/Europa	20,4	17,0		
Benchmark <sup>4)</sup>	21,1	17,4		
Carnegie WorldWide/Asien	25,9			
Benchmark <sup>5)</sup>	26,1			

Sharpe Ratio opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	-0,5	-0,1	0,3	-0,2
Benchmark <sup>1)</sup>	-0,2	-0,2	0,1	-0,3
Carnegie WorldWide/Østeuropa	-0,4	-0,1	0,3	0,3
Benchmark <sup>2)</sup>	-0,4	-0,1	0,3	0,3
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	0,0	0,2	0,6	0,2
Benchmark <sup>3)</sup>	-0,3	0,1	0,5	0,2
Carnegie WorldWide/Europa	-0,4	-0,1		
Benchmark <sup>4)</sup>	-0,4	-0,2		
Carnegie WorldWide/Asien	-0,2			
Benchmark <sup>5)</sup>	0,0			

- 1) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til og med 31. december 2009 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.
- 2) Benchmark består p.t. af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive udbytter i danske kroner.
- 3) Benchmark er OMX Cph. Capindekset inklusive udbytter i danske kroner. Før 1. januar 2004 var det KAX Total-indeks ekskl. udbytter.
- 4) Benchmark er MSCI Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner.
- 5) Benchmark er MSCI Asienindeks, eksklusive Japan inklusive udbytter i danske kroner.

Standardafvigelse og Sharpe Ratio er ikke beregnet for perioder under tre år, da det kræver en vis mængde data at beregne volatilitet og Sharpe Ratios. De oplyste perioder er i overensstemmelse med anbefalingerne fra InvesteringsForeningsRådet.

Standardafvigelse, der også kaldes volatilitet, er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større standardafvigelse desto større udsving i det historiske afkast.

Afdeling Globale Aktier har målt over de seneste 10 år haft en standardafvigelse på 15,3% p.a., hvilket betyder, at det gennemsnitlige årlige udsving i afkastet har været 15,3%.

Nøgletallet Sharpe Ratio er opfundet af den amerikanske nobelpristager William F. Sharpe i 1966. Sharpe Ratio måler en investerings afkast i forhold til dens risiko. Dermed kan nøgletallet Sharpe Ratio bruges til at sammenligne investeringer med forskellige risikoeksponeringer. Jo større Sharpe Ratio desto bedre.



## Beretning for alle afdelinger

### Resultater og udbytter 2010

Afdeling	Afkast	Benchmark	Omkostningsprocent	Merafkast efter omkostninger i %-point	Udbytte pr. andel	Heraf kapitalindkomst	Heraf aktieindkomst
Globale Aktier	16,0%	20,7%	1,6%	-4,7%	4,50 kr.	0,01 kr.	4,49 kr.
Europa	21,8%	11,3%	1,7%	10,5%	1,75 kr.	0,01 kr.	1,74 kr.
Danske Aktier	25,2%	25,2%	1,6%	0,0%	3,50 kr.	0,05 kr.	3,45 kr.
Østeuropa	29,9%	22,1%	1,7%	7,8%	1,00 kr.	0,01 kr.	0,99 kr.
Asien	22,7%	28,1%	1,9%	-5,4%	0 kr.	-	-

### Pæne investeringsafkast i 2010

2010 blev endnu et godt år for aktieinvestorer og foreningens medlemmer. På globalt plan fortsatte det V-formede makroøkonomiske opsving, og stigningen i de globale aktiemarkeder, der startede i marts 2009, fortsatte i 2010 med et afkast på knapt 21% målt i danske kroner. Den ventede normalisering af pengepolitikken i specielt USA blev udskudt, og renterne forblev meget lave. Samtidig med en fortsat god vækst i emerging markets klarede store dele af den vestlige verden sig vækstmæssigt godt. Denne kombination af meget lempelig pengepolitik og højere vækst var årsagen til de høje afkast på aktiemarkederne.

Mod manges forventning begyndte myndighederne ikke en normalisering af pengepolitikken i løbet af 2010. I stedet lancerede den amerikanske centralbank version 2 af deres aggressive medicinindsprøjtning til den amerikanske økonomi. Det gav de største stigninger til de mere risikofyldte og illikvide dele af aktiemarkedet i USA og over hele verden, mens de fleste store selskaber af høj kvalitet med lav gæld og en stabil forretningsmodel steg mindre end markedet. Således faldt det brede europæiske indeks Stoxx 50 med 6%, mens det europæiske indeks for små selskaber (MSCI Small Cap Europe) steg med 28%.

Vores afdelinger skabte afkast på 16-30%. Afdeling Østeuropa og afdeling Europa klarede sig i særdeleshed godt med merafkast på 8%-point og 10%-point i forhold til markedsgennemsnittene. Afdeling Danske Aktier skabte et afkast på linje med indekset, hvilket må

betegnes som tilfredsstillende i lyset af afdelingens markante merafkast de foregående par år, som gør, at afdelingen fortsat ligger helt med fremme i konkurrentstatistikken, når der sammenlignes afkast på 3 år og 5 år. Afdeling Asien og afdeling Globale Aktier skabte afkast under markedsgennemsnittene i 2010 på ca. 5%-point. Disse to afdelinger har set over de seneste 3 år skabt afkast under markedsgennemsnittene, og dermed har disse to afdelinger i denne periode ikke opfyldt vores målsætning om at skabe merafkast set over længere tidshorisoner.

Afdelingernes faktiske afkast og resultat i forhold til benchmark fremgår af tabellen ovenfor.

### Afdeling Globale Aktier

Afdeling Globale Aktier gav i 2010 et afkast på 16,0%. Bestyrelsen finder det absolutte afkast tilfredsstillende, men i forhold til verdensindekset, som steg 20,7%, er resultatet i 2010 ikke tilfredsstillende.

Afdeling Globale Aktier er fortsat blandt de bedste afdelinger inden for globale aktier målt på længere tidshorisoner, om end afkastet på 1 år og 3 års sigt er under vores målsætning om merafkast i forhold til markedet. Afdelingen har siden starten i 1990 i gennemsnit givet et årligt afkast på 10,5%. Det globale aktiemarked har i gennemsnit i samme periode givet et årligt afkast på 5,6%. Dette svarer til et gennemsnitligt årligt merafkast på lige under 5%-point.

Hovedforklaringen på udviklingen de seneste 3 år er, at vi i 2009 – set i bakspejlet – lagde for meget vægt på den meget store makroøkonomiske usikkerhed, hvilket betød, at vi havde fokus på bevarelse af pengenes værdi og derfor førte en forsigtig investeringsstrategi. Siden markedet bundede i foråret 2009 og frem til i dag, har det været de mindre selskaber samt cykliske og mere gældssatte selskaber, som i stort omfang har ført an i kursopgangen. Kort fortalt har vi altså haft for lidt risiko i porteføljen, men dette var et bevidst valg. Konjunkturudviklingen kunne have fortsat i den negative retning, og mange flere selskaber ville i så fald være gået konkurs.

For udviklingen i 2010 må vi erkende, at selskabsvalget ikke faldt heldigt ud, idet nogle enkelte investeringer trak afkastet væsentligt ned. Et godt selskabsvalg – altså at finde vinderne og undgå ta-

#### Tilfredsstillende afkast i 2010

Bestyrelsen finder overordnet set afdelingernes resultat i 2010 for tilfredsstillende. Afkastet i de enkelte afdelinger varierede mellem 16% og 30%. Afdeling Østeuropa og afdeling Europa leverede meget tilfredsstillende merafkast i forholdet til benchmark, afdeling Danske Aktier leverede et afkast på linje med benchmark, mens afdeling Asien og afdeling Globale Aktier leverede ikke-tilfredsstillende afkast under markedsgennemsnittet.



berne – er kritisk, når man har koncentrerede porteføljer med få aktier. I 2007 havde afdelingen et særdeles godt selskabsvalg, og afdelingen skabte et merafkast på 18%. I 2010 fungerede selskabsvalget omvendt ikke tilfredsstillende.

Vi tror fortsat på, at vores aktive investeringsproces med fokus på få aktier og en langsigtet investeringshorisont er den rigtige. Historisk har der været tilsvarende perioder, hvor afdelingen har haft svært ved at skabe merafkast, når markedet vender fra en større cyklisk nedgang. Forklaringen på dette er blandt andet en prioritet på bedst muligt at bevare afdelingens værdi, når markedsusikkerheden er høj. Dette mønster var ligeledes tilfældet i 2003, og historien viste dengang, at afdelingen efterfølgende indhentede det tabte og mere til i takt med, at kursopgangen spredte sig til de større og mere stabile aktier. Vi tror, at denne udvikling vil gentage sig i 2011.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 4,50 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 4,49 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

### Afdeling Europa

Afdeling Europa gav i 2010 et godt resultat på 21,8%, hvilket var væsentligt over afdelingens benchmark, som steg 11,3%. Bestyrelsen finder resultatet meget tilfredsstillende. Forklaringen på det gode resultat skyldes gode investeringsafkast fra flere af afdelingens stabile vækstelskaber.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 1,75 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 1,74 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

### Afdeling Danske Aktier

Afdeling Danske Aktier gav i 2010 et afkast på 25,2%, hvilket er på linje med afdelingens benchmark, som også steg 25,2%. Bestyrelsen finder resultatet tilfredsstillende. Med de foregående års markante merafkast ligger afdelingen fortsat helt fremme i konkurrentstatistikken, når der sammenlignes på 3 år og 5 år.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 3,50 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 3,45 kr. som aktieindkomst og 0,05 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

### Afdeling Østeuropa

Afdeling Østeuropa gav i 2010 et afkast på 29,9%, mens afdelingens benchmark gav et afkast 22,1%. Bestyrelsen finder resultatet meget tilfredsstillende. Baggrunden for afdelingens gode relative afkast i forhold til benchmark var dels god aktieudvælgelse og dels, at afdelingen var undervægtet i regionens mere defensive markeder, nemlig Polen, Ungarn og Tjekkiet.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 1,00 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 0,99 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

### Afdeling Asien

Afdeling Asien gav i 2010 et afkast på 22,7%, mens afdelingens benchmark steg 28,1%. Bestyrelsen finder det absolutte afkast tilfredsstillende, men det relative afkast i forhold til benchmark er mindre tilfredsstillende.

En af forklaringerne til det lavere relative afkast i forhold til benchmark er, at afdelingen lå med en del likviditet under en større omlægning af investeringskonceptet i efteråret, og i samme periode steg markedet en del. En anden faktor er, at investorerne i 4. kvartal solgte ud af de aktiemarkeder, der de forgangne 12 måneder havde gjort det bedst og samtidig købte op i markeder, der tidligere har gjort det dårligst. Dette medførte et kapitalflow fra Indien og ASEAN-landene, hvor vi var overvægtet, mod Taiwan og Korea, hvor vi var undervægtet.

Rådgiverteamet bag afdelingen blev i sommeren 2010 udvidet med en ekstra person. Herudover har bestyrelsen i erkendelse af, at de bedste investeringsidéer i regionen ofte skal findes blandt de mindre virksomheder, valgt at øge antallet af aktier i porteføljen op til 70. Styrkelsen af forvalterteamet og justeringen af investeringskonceptet giver bestyrelsen tro på forbedrede relative resultater fremover.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2010.

### Vidensressourcer

Foreningens vidensressourcer er af afgørende betydning for de opnåede resultater samt de fremtidige afkast i foreningen. Som beskrevet i afsnittet "Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere" har foreningen indgået administrations- og rådgivningsaftaler med Carnegie Asset Administration A/S og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Disse formueforvaltere besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Denne unikke kultur har skabt stor stabilitet i de investeringsteams, som rådgiver

foreningen, og denne stabilitet er et vigtigt fundament for gode langsigtede investeringsresultater.

Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har i alt 10 porteføljeformidlere, som rådgiver foreningen. Derudover har Carnegie Asset Administration A/S én administrerende direktør, som har det overordnede ansvar for investeringerne. Carnegie Asset Management gruppen er et af de få uafhængige kapitalforvaltningsselskaber i Norden. Medarbejderne blev i løbet af 2010 medejere af gruppen sammen med de eksisterende ejere Altor og Bure, som er to svenske investeringsselskaber. Denne nye ejerstruktur styrker arbejdsrammerne for medarbejderne og er med til at sikre den høje motivation, som historisk har kendetegnet det stabile team af medarbejdere.

### Samfundsansvar

Som en investeringsvirksomhed er den relevante vinkel, om de virksomheder, vi investerer i, ganske enkelt opfører sig ordentligt. Virksomhedernes etik og samfundsmæssige opførsel har altid været en komponent i vores vurdering af investeringsmuligheder. Vores målsætning er at opnå en stabil langsigtet formueforøgelse til foreningens medlemmer, og lidt firkantet kan man jo sige, at en bæredygtig og ansvarlig samfundsøkonomi er en forudsætning for at opnå langsigtet positiv værditilvækst fra aktieinvesteringer. Vi kalder vores politik på dette område "investeringspolitik i et samfundsmæssigt perspektiv" – fordi det er en integreret del af vores investeringsproces. Denne politik er tilgængelig på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Den store udfordring med sådanne politikker er, hvordan disse omsættes til praksis. Mange virksomheder kan være anklaget i enkelt-sager. Men ofte er det kun den ene part eller den ene side af historien, som præger billedet i medierne. Når vi vurderer en virksomheds relation til samfundsansvar, er vores grundlæggende princip en helhedsbetragtning. Vi foretager ikke en endelig afgørelse ud fra enkelt-sager. Vi kan vælge at gå i dialog med selskabet og andre interessenter for derigennem at belyse virksomhedens rolle i den pågældende sag. En anden udfordring er, at der er store samfundsmæssige og kulturelle forskelle på, hvad der er acceptabelt, når vi sammenligner standarderne i de mere modne økonomier med standarderne i udviklingsøkonomierne. I praksis har vi indarbejdet foreningens investeringspolitik i fondsinstruksen til administrator og foreningens investeringsrådgiver. En gang om året vurderer et uafhængigt analyseselskab de selskaber, som foreningen har investeret i, i forhold til selskabernes samfundsmæssige adfærd. Bestyrelsen diskuterer og evaluerer herefter resultaterne af denne analyse med foreningens administrator og investeringsrådgiver.

Det ligger foreningen på sinde at administrere denne politik om samfundsansvar på en måde, så samfundsansvar og rammerne til at skabe de bedste investeringsresultater går op i en højere enhed. I praksis er det meget svært at måle de faktiske resultater af foreningens arbejde med samfundsansvar. Realistisk set har effekten nok været moderat. Vi er aktive investorer, men ikke aktive aktionærer.

Hvis vi vurderer, at et selskab ikke lever op til vores investeringspolitik, investerer vi ikke i selskabet. Såfremt der sker en ændring i vores vurdering af en investering, vil vi sælge den pågældende aktie fra porteføljen.

Bestyrelsen ser en stigende fokus og interesse blandt udvalgte investorer for etiske kriterier i forhold til aktieinvesteringer. Bestyrelsen har derfor besluttet at lancere en yderligere udgave af afdeling Globale Aktier, hvor vi specifikt udelukker sektorer som tobak og alkohol og i samarbejde med et eksternt analysefirma foretager en egentlig etisk screening af selskaberne, og dermed udelukker investering i de selskaber, som ikke opfylder en række bestemte samfundsansvarlige kriterier.

### Usikkerhed ved indregning og måling

Ved opgørelse af afdelingernes værdi og årets resultater kan følgende områder fremhæves som kilder til usikkerhed:

#### Officielle børskurser

Værdiansættelsen af børsnoterede værdipapirer opgøres ud fra lukkekursen ultimo året, eller hvis en sådan ikke foreligger, anden officiel lukkekurs. Normalt er disse kurser entydige, men i visse lande er værdipapirer noteret på flere børser, hvilket kan give anledning til forskellige lukkekurser. Forskellene mellem disse lukkekurser vil dog normalt være minimale.

#### Værdiansættelsen af unoterede værdipapirer

Værdiansættelsen i afdelinger, som har investeringer i unoterede værdipapirer vil være behæftet med usikkerhed, idet værdiansættelsen af unoterede værdipapirer ikke har samme sikkerhed som likvide værdipapirer, der er noteret på en markedsplads. I 2010 havde ingen af afdelingerne investeringer i unoterede værdipapirer. I 2009 var det kun afdeling Østeuropa, som havde investeret i unoterede værdipapirer. Ultimo 2009 havde afdeling Østeuropa to unoterede investeringer svarende til en vægt på 3,9% af de samlede aktieinvesteringer. De anvendte kurser er fastlagt ud fra en skønnet transaktionspris, som to uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger, ville handle til. Værdiansættelsen er bl.a. sket ved hjælp af informationer fra selskaberne selv og fra eksterne børsrådgivere.

#### Tilgodehavende udbytteskat

Afdeling Globale Aktier og afdeling Europa har tilgodehavende refusion af udbytteskat i Frankrig på henholdsvis kr. 1,9 mio. og kr. 0,2 mio. De franske skattemyndigheder har i første omgang afvist afdelingens krav, hvorfor foreningen nu fører indledende retshøring med henblik på at få skatten tilbagebetalt. Bestyrelsen har i lyset af sagens stilling besluttet at nedskrive disse to skatteaktiver med 50%.





## Aktiemarkederne i 2010 og forventninger

Efter en periode, hvor de finansielle markeder og særligt aktiemarkedet udviser stor usikkerhed, er der brug for en "ledestjerne" for at få tilliden til systemet tilbage. Den "usynlige hånd", som Adam Smith beskrev for mere end 200 år siden forsvandt under finanskrisen, og behovet for en mere synlig og styrende hånd opstod. Ansvar blev taget meget alvorligt af de offentlige myndigheder med Bernanke i spidsen under den akutte finanskrisen. De politiske indgreb i særligt finanssektoren stabiliserede verdensøkonomien og reddede formentlig på kort sigt det finansielle system. Vi befinder os nu i kølvandet af denne krise, og den politiske agenda er fortsat en væsentlig faktor for aktiemarkedet de kommende kvartaler. Her virker særligt den amerikanske centralbank stålsat på at understøtte en positiv udvikling på de finansielle markeder.

På globalt plan fortsatte det V-formede makroøkonomiske opsving i 2010, og stigningen i de globale aktiemarkeder, der startede i marts 2009, havde fortsat fremdrift ved udgangen af året.

Det globale aktiemarked målt ved MSCI AC World steg 20,7%. Mod manges og vores egen forventning ved indgangen til 2010 valgte myndighederne ikke at begynde en normalisering af pengepolitikken i løbet af året. I stedet lancerede den amerikanske centralbank version 2 af deres aggressive medicinindsprøjtning til den ame-

"Vi befinder os nu i kølvandet af denne krise, og den politiske agenda er fortsat en væsentlig faktor for aktiemarkedet. Her virker særligt den amerikanske centralbank stålsat på at understøtte en positiv udvikling på de finansielle markeder."

rikanske økonomi. Det gav de største stigninger til de mere risikofyldte og illikvide dele af aktiemarkedet i USA og over hele verden. Mens de 50 store kontinentaleuropæiske "Blue Chip"-aktier i Euro Stoxx 50 price indekset således faldt med 6% i DKK i 2010, steg mindre aktier i Europa med 28%. Også i Asien havde de største selskaber det svært, og de 40 største kinesiske aktier noteret i Hong Kong steg således med 6% i DKK i år, mens et marked som Indonesien steg med hele 41%. Mere cykliske børser som den svenske og den koreanske børs er steget med henholdsvis 41% og 37% i DKK. Denne bemærkelsesværdige difference på over 30%-point mellem de store aktier i Europa og de små aktier og den cykliske svenske børs målt i DKK fortæller om et år, hvor der ikke var likviditet nok til at drive de store aktier. Ligeledes så mange investorer sig presset til at øge eksponeringen i statsobligationer i kraft af stor usikkerhed på, hvordan de fremtidige kapitalkrav for banker og forsikringselskaber bliver formuleret.

Den tunge bagage fra finanskrisen og retningspakkerne de seneste par år er enorme statsunderskud og galoperende statsgæld. Disse skal

adresseres på et tidspunkt. Ligeledes skal der ske en vis normalisering på rentesiden. Efter to års kraftig opgang i aktiemarkedet er risikoen stigende for en negativ effekt, når disse udfordringer adresseres de kommende år. Trods dette er det vores opfattelse, at aktiemarkedet kan fortsætte med at stige i 2011. I løbet af det kommende år vil vi se flere diskussioner og tillidskriser om statsunderskuddet i særligt Europa, Japan og USA. Vi tror dog ikke, at det er nok til at knække opgangen, og vi ser fortsat konstruktivt på store dele af verdensøkonomien, herunder Kina og Indien. Den indenlandske vækst i begge disse lande er fortsat stigende og søgt bremsset i særligt Kina i 2010. Vi venter en mere lempelig politisk indstilling i Kina i 2011 i takt med, at inflationspresset aftager.

Når vi i løbet af det kommende år går ind i 3. år i aktieopgangen, venter vi, at et bestemt historisk mønster gentager sig. Opgangen vil brede sig fra de mindre og cykliske aktier til de større og mere stabile aktier. Særligt i lyset af de makroøkonomiske udfordringer, der ligger og venter. Vi ventede, at denne tendens allerede skulle slå igennem i løbet af 2010. At det ikke skete, øger blot chancen for dette scenarie i 2011. Vi tror, at investorerne vil skele mere til de fundamentale og langsigtede forhold i enkeltaktier i denne senere fase. Dette bliver til fordel for større aktier af høj kvalitet.

### Bernanke søger stigende aktiekurser

Lederen af den amerikanske centralbank udtrykte sig meget klart i en artikel i Washington Post den 4. november 2010. Her forsvarede han centralbankens aggressive køb af obligationer og fremhævede direkte vigtigheden af stigende aktiekurser (frit oversat): "Højere aktiekurser vil styrke forbrugerens velstand og hjælpe med at øge tilliden, hvilket igen understøtter forbruget. Øget forbrug vil lede til højere indkomster, højere beskæftigelse og profiler, der i en positiv spiral yderligere vil understøtte økonomisk fremgang."

"Vi tror, at investorerne vil skele mere til de fundamentale og langsigtede forhold i enkeltaktier. Dette bliver til fordel for større aktier af høj kvalitet."

Han følger derfor den gamle Greenspan model, som bygger på, at det handler om at få aktiver som aktier, obligationer og ejendomme til at stige i værdi for at understøtte den økonomiske udvikling. Det er den centrale model, som Bernanke forfølger, og konsekvensen er formentlig lempelig pengepolitik, og det er en del af grunden til, at man kan forvente stigninger på aktiemarkedet i 2011. Yderligere viser den nu aflyste skattestigning for mellem- og højindkomstagere i USA, at der er en klar bias mod at støtte vækst fremfor at adressere budgetunderskuddet direkte. En markant skatteforhøjelse lige nu ville skabe store problemer for væksten i USA. Derfor var det bedre at udskyde skattestigningerne til et tidspunkt med mere stabilitet. Strategien er selvsagt risikofyldt, men det er svært at pege på en

anden løsningsmodel lige nu – og balancennummeret kunne jo lykkes.

### Europa søger stabilitet efter heftig turbulens

I Europa står bevarelsen af den fælles valuta højt på dagsordenen. 2011 bliver året, hvor landene i Eurosamarbejdet klarere formulerer modellen for, hvordan man mere præcist håndterer lande i økonomiske vanskeligheder. Deauville-aftalen mellem Frankrig og Tyskland, hvor statsobligationsejere må tage sin del af risikoen i fremtiden, bliver en afgørende del af det fremtidige modelapparat. Problemet består dog i, at de skrøbelige banker i Europa ejer en stor andel af disse statsobligationer. Eksempelvis estimerer Bank of International Settlements, at franske og tyske banker hver har mere end 100 mia. USD i eksponering til kreditter i Grækenland og Irland. Ligeledes er portugisiske banker kraftigt eksponeret til disse lande, hvor det er svært at se en udvej uden gældsrestrukturering. Derfor håber man på et par år med stabile finansmarkeder og opbygning af kapital i banksektoren, som dermed giver bedre mulighed for en mere langsigtet løsning på et senere tidspunkt. Tyskland spiller med sin størrelse og aktuelle økonomiske styrke naturligt en særlig rolle. Arbejdsløsheden er på det laveste niveau i 20 år og både eksportmaskinen, men også det indenlandske forbrug viser tegn på vækst. Tyskland har en stor fordel af et stabilt valutaområde og dermed en bevarelse af Eurosamarbejdet. Tyskland har en konkurrencefordel i forhold til de andre Euro-lande i kraft af effektivitet og lave lønstigninger over de seneste 10 år. Denne konkurrencefordel vil forsvinde, såfremt det igen var muligt for de andre lande at devaluere sig ud af problemerne. Vi venter, at der findes udveje, således at euro-samarbejdet bevares. Konsekvensen er en strammere finanspolitik på tværs af Europa og dermed en markant anden vej ud af krisen end USA. Det bliver afgørende at se forbedringer på statsbudgetterne i både periferilande som Grækenland og Irland, men også i Frankrig, som også har store budgetmæssige udfordringer. Ældrebyrden og mangel på produktiv indvandring ligger på toppen af den store statsgæld og de betydelige budgetunderskud. Vækst løser de fleste problemer. Den egentlige vækstdriver ligger på eksport til nye markeder. Heldigvis er der en stor del af verden med Kina i spidsen, som vokser stærkt også i 2011. Det kan Europa få gavn af.

### Kina søger kontrolleret vækst

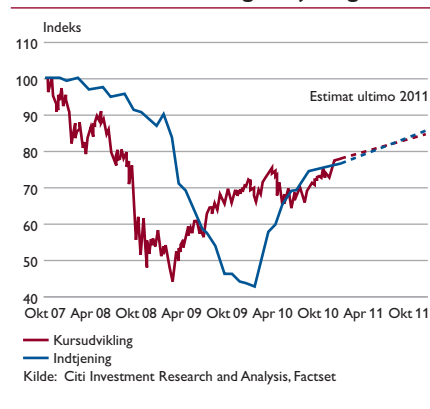
Kina har stærk vækst drevet af en fortsat urbanisering fra land til by. Det kommunistiske parti understøtter denne udvikling på effektiv vis. Det giver flere og flere kinesere en bedre levestandard. Bekymringen er mere en for stærk vækst end en for svag vækst. Kommunistpartiet har brugt det meste af 2010 på at bremse usund vækst i særligt spekulativ låneaktivitet og stigende huspriser efter en voldsom krediteksponering for at modgå krisen i slutningen af 2008 og 2009. Det langsigtede overordnede mål er skabelsen af ”det harmoniske samfund”, hvor der er mulighed for, at den enkelte kineser kan opnå sine materielle drømme i et bæredygtigt samfund. Inflationen søges holdt under kontrol, men dårligt vejr spillede kraftigt ind på fødevarerpriserne i 2010, og det giver høj inflation i 5% niveauet nogle

måneder endnu. Vi venter en normalisering af inflationen hen på sommeren og ser, at væksten i Kina fortsat bliver høj i niveauet 7-9%. Væksten vil i stigende grad blive trukket af det indenlandske forbrug. Minimumslønningerne i Beijing bliver sat op med 21% i 2011, og over hele Kina stiger lønningerne markant. Kombinationen af stærk indenlandsk vækst og en fortsat opskrivning af den kinesiske valuta på 5-8% om året vil bidrage til øget import til gavn for resten af verden de kommende år. Normaliseringen af inflationen vil give bedre betingelser for det kinesiske aktiemarked i 2011, efter at dette marked, som tidligere angivet, faldt i 2010.

### Indtjening, aktiekurser og likviditet

Indtjeningen og aktiekurser følger hinanden over tid. I de seneste to turbulente år har det dog vist sig, at denne sammenhæng er meget arytmsk og besværlig at investere efter, som illustreret i figuren nedenfor. Vi passerede bunden i indtjeningscyklen i starten af 2010, og siden da har indtjeningen indhentet aktiekursudviklingen. I marts 2011 går vi formentligt ind i år 3 i dette opadgående marked. Vi venter, ligesom det er illustreret i grafikken, en mere koordineret opgang, hvor aktier og indtjening stiger i samme takt – men under høj volatilitet. Dette giver plads til en mere fundamentalt orienteret og bredere opgang drevet af den underliggende indtjeningsfremgang i selskaberne. Den stærke indtjeningsfremgang i virksomhederne verden over er en væsentlig og positiv faktor, som får for lidt opmærksomhed blandt skeptikere. Det er virksomhederne, som med nye initiativer skal ansætte medarbejdere og skabe vækst. Der er to forudsætninger, der skal være opfyldt, for at disse nye både sættes i søen af virksomhederne. Den ene forudsætning er finansielt råderum. Det er tilfældet på globalt plan. Den anden forudsætning er fornyet tro på fremtiden. Her mangler stadig en del, men der vil være en tilstrækkelig del af verden, som vil have et optimistisk syn på, at verdensøkonomien kan have vækst.

MSCI AC World: Kurs og indtjening



Renteniveauet på verdensplan er lavt. Det har ikke været muligt for centralbankerne i den vestlige verden at hæve renterne fra historisk ekstremt lave niveauer. I et stigende antal markeder er bankerne nu



mere villige til at låne penge ud. Det giver mere spekulationskapital, som kan drive markedet op. Vi oplever ligeledes, at eksponeringen til aktier befinder sig på et forholdsvis lavt niveau på globalt plan, og vi venter et vist skift fra obligationer til aktier i 2011. Vi venter, at store selskaber vil benytte sig af deres attraktive prissætning og stærke balanceposition og låne penge i obligationsmarkedet for at købe deres egne aktier tilbage. Disse faktorer skaber rigelig likviditet til investering i aktiemarkedet.

”Vi venter, at store selskaber vil benytte sig af deres attraktive prissætning og stærke balanceposition og låne penge i obligationsmarkedet for at købe deres egne aktier tilbage. Disse faktorer skaber rigelig likviditet til investering i aktiemarkedet.”

### Afslutning

Den fortsatte bedring af det makroøkonomiske billede vil fortsat flytte penge fra obligationer til aktier. Rimelig vækst i indtjeningen, lave renter og et allokeringsskifte fra obligationer til aktier i takt med en fortsat makroøkonomisk bedring er grundlag nok for et fornuftigt aktieår. Den største risikofaktor på de finansielle markeder de kommende par år er den vestlige verdens håndtering af de store statslige gælds niveauer og den tilknyttede normalisering af de lave renter. Risikoen for politiske fejlbeslutninger er stor både i den vestlige og den østlige del af verden i et miljø, hvor den politiske agenda i perioder dominerer ”den usynlige hånd”.

## Udvikling i indeks i DKK

		2010	2009	2008
<b>Indeks inklusive geninvesteret udbytte</b>				
MSCI World	USD	19,7%	25,9%	-37,8%
MSCI ACWI	USD	20,7%	30,4%	-32,2%
MSCI Europe	USD	11,3%	31,6%	-43,7%
Danmark: OMX Copenhagen Cap.	DKK	25,2%	38,5%	-49,3%
MSCI Fjernøsten ekskl. Japan	USD	27,9%	63,6%	-48,1%
MSCI Asia AC. ekskl. Japan	USD	28,1%	66,7%	-50,0%
<b>Indeks eksklusive udbytte</b>				
<b>Nordamerika</b>				
USA: Dow Jones	USD	18,9%	15,1%	-30,5%
USA: S&P 500	USD	20,8%	19,6%	-35,4%
USA: Nasdaq	USD	25,2%	39,4%	-37,6%
<b>Fjernøsten</b>				
Japan: Nikkei	JPY	19,2%	12,3%	-25,1%
Japan: Topix	JPY	21,8%	-0,4%	-24,7%
Hong Kong: Hang Seng	HKD	12,5%	47,2%	-45,4%
Singapore: Strait Times	SGD	29,2%	63,5%	-46,7%
Thailand: SET	THB	66,6%	64,9%	-46,7%
<b>Nord- og Centraleuropa</b>				
England: FTSE 100	GBP	13,2%	32,8%	-47,9%
Frankrig: CAC40	EUR	-3,2%	22,3%	-42,8%
Tyskland: DAX	EUR	16,2%	23,8%	-40,5%
Schweitz: Zürich SBV	CHF	22,3%	22,8%	-26,3%
<b>Sydeuropa</b>				
Spanien: Madrid	EUR	-19,0%	27,2%	-40,7%
Italien: Milano	EUR	-7,7%	20,6%	-48,9%
Grækenland: Athen	EUR	-35,5%	22,9%	-65,6%
<b>Skandinavien</b>				
Sverige: Affärsvärlden	SEK	42,8%	57,1%	-50,3%
Norge: Oslo	NOK	23,3%	82,5%	-61,4%
Finland: HEX	EUR	18,9%	19,4%	-53,5%

## Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2010.

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsregnskabet giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2010, samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2010.

Siderne med ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som afdelingerne kan påvirkes af.

Ledelsesberetningen dækker siderne 18-25, 30-32, 38-40, 44-46, 50-52, 56-58 samt 62-64 i årsrapporten.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København den 14. marts 2011

Som investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S



Tim Kristiansen  
Direktør

I bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:



Karsten Kielland  
Formand

Jutta af Rosenborg

Jens Høiberg



Jens Christian Lorenzen

Jens Ole Jensen

## Den uafhængige revisors påtegning og udtalelse

### Til medlemmerne i Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:

#### Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2010, omfattende anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter, der fremgår af siderne 28-29, 33-37, 41-43, 47-49, 53-55 og 59-61. Årsregnskaberne aflægges efter lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

#### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge årsregnskaber, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge årsregnskaber, 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 årsregnskaberne 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 årsregnskaberne ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsregnskaberne. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for investerings-

foreningens udarbejdelse og aflæggelse af årsregnskaberne, 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 investeringsforeningens 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 årsregnskaberne.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

#### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2010 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2010 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

#### Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde en ledelsesberetning, der indeholder en retvisende redegørelse i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Revisionen har ikke omfattet den fælles ledelsesberetning, side 18-25, samt ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, side 30-32, 38-40, 44-46, 50-52, 56-58 og 62-64, men vi har i henhold til lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. gennemlæst ledelsesberetningerne. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskaberne.

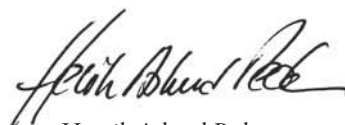
Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne.

København, den 14. marts 2011

Grant Thornton  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab



Per H. Jensen  
Statsautoriseret revisor



Henrik Aslund Pedersen  
Statsautoriseret revisor

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWides afdelinger er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til 2009. Af væsentligste regnskabsprincipper kan nævnes:

### Resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen består af indregnede indtægter og omkostninger, som er periodiseret. I resultatopgørelsen indregnes alle indtægter i takt med, at de indtjenes, og alle omkostninger i takt med, at de afholdes. Alle værdireguleringer, afskrivninger, nedskrivninger og tilbageførsler af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen, indregnes i resultatopgørelsen.

### Renter og udbytter

”Renteindtægter” omfatter realiserede og periodiserede renter af kontantindeståender. ”Udbytter” omfatter årets bruttoudbytter.

### Kursgevinster og tab

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

Realiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem salgsværdi og kursværdi ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem kursværdien på balancedagen og kursværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Handelsomkostninger er ikke indregnet i salgs- og anskaffelsværdier. Ændringer i markedsværdien af afledte finansielle instrumenter, som anvendes til sikring af værdien af aktiver, indgår i resultatopgørelsen under ”afledte finansielle instrumenter”.

### Handelsomkostninger

Omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter indgår under denne post og omfatter alle direkte handelsomkostninger.

### Administrationsomkostninger

Hver af foreningens afdelinger afholder sine egne omkostninger. Foreningen har overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til Carnegie Asset Administration A/S henholdsvis Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen i de enkelte afdelinger for dette arbejde. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis ”fast administrationshonorar” og ”fast rådgivningshonorar” i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskab. Omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til NASDAQ OMX Copenhagen, betaling til market maker samt andre mindre poster.

Ved fællesomkostninger forstås de omkostninger, som ikke kan henføres til de enkelte afdelinger, herunder bl.a. honorar til bestyrelse, revision, betaling til market maker og generalforsamling. Fællesomkostninger ved foreningens virksomhed i et regnskabsår deles mellem afdelingerne i henhold til den nuværende formulering i vedtægterne under hensyntagen til både afdelingernes investerings- og administrationsmæssige ressourceforbrug i løbet af året og til deres formue. Såfremt en afdeling ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer den en forholdsmæssig andel af fællesomkostningerne.

### Skat

I regnskabsposten indregnes udenlandske udbytteskatter, som ikke kan refunderes.

### Udlodning

Alle foreningens afdelinger er udloddende. Der foretages en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i ligningslovens §16 C. Der betales derfor ikke skat i afdelingerne, idet skattepligten påhviler modtageren af udlodningen. Minimumsudlodningen opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter og udbytter (tilgodehavende udbytteskat indgår først, når betalingen modtages)
- realiserede nettokursgevinster på valutakonti
- realiserede nettokursgevinster på aktier
- erhvervede skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter samt
- fradrag for administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. I overensstemmelse med ligningslovens §16 C nedrundes den beregnede udlodningsprocent til nærmeste kvarte procent eller til nul, hvis den beregnede procent er under én. I forbindelse med emissioner og indløsninger i regnskabsåret beregnes en udlodningsregulering, der sikrer, at udbytteprocenten ikke påvirkes af ændringer i de cirkulerende investeringsforeningsandele. Udlodningsreguleringen indgår ligeledes i beløbet til rådighed for udlodning.

Beløbet ”Til rådighed for udlodning” er opgjort i henhold til ligningslovens §16 C. I noterne vises opgørelsen heraf. Beløbet til rådighed for udlodning er ikke identisk med årets nettoresultat, idet det er forskellige opgørelsesmetoder.

### Balancen

Balancen består af indregnede aktiver, indregnede forpligtelser, herunder hensatte forpligtelser, og medlemmernes formue, der udgør forskellen mellem disse aktiver og andre forpligtelser. Ved passiver forstås summen af medlemmernes formue og andre indregnede forpligtelser. Et aktiv er indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt. En forpligtelse er indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå



afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt. Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser er der taget hensyn til oplysninger, der er fremkommet efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

### Valuta

Afdelingernes funktionelle valuta er danske kroner. Regnskaberne præsenteres ligeledes i danske kroner. Transaktioner, der er gennemført i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta, omregnes til den funktionelle valuta efter valutakursen på transaktionsdagen. Monetære poster i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta omregnes til den funktionelle valuta efter 16.00 GMT kursen for valutaen på balancedagen. Valutakursforskelle opstået ved afhændelse eller afvikling af forpligtelser eller omregning efter ovenstående indregnes i resultatopgørelsen.

### Likvide midler

Likvide midler udgøres af afdelingernes kontante indeståender hos depotsekskabet eller andre kreditinstitutter.

### Kapitalandele

Kapitalandele indregnes i balancen, når afdelingerne underlægges det finansielle instruments kontraktmæssige bestemmelser. Kapitalandele, der er solgt eller på anden måde overdraget til anden part, ophører med at være indregnet i balancen. Ved køb og salg af kapitalandele på sædvanlige markedsbetingelser indregner afdelingerne køb og salg i balancen på handelstidspunktet. Kapitalandele indregnes på tidspunktet for første indregning til dagsværdi og måles løbende til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes ud fra lukkekursen på balancedagen, eller, hvis en sådan ikke foreligger, en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil.

Dagsværdien af unoterede kapitalandele samt børsnoterede aktier, hvis officielle børskurs må antages ikke at afspejle instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, måles ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger.

Afledte finansielle instrumenter måles til markedsværdi. Positiv nettomarkedsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ nettomarkedsværdi under passiver.

### Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af tilgodehavende periodiserede renter, tilgodehavende aktieudbytter og aktuelle skatteaktiver, som er refunderbare udbytteskatter tilbageholdt i udlandet.

”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” består af tilgodehavender vedrørende uafviklede handler med finansielle instrumenter. Der foretages modregning mellem ”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” under ”Andre aktiver” og ”Anden gæld”, såfremt

mellemværendet er med samme modpart, og aktivet og passivet afregnes samme dag.

### Anden gæld

”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” består af gæld vedrørende uafviklede handler med finansielle instrumenter. Der foretages modregning mellem ”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” under ”Andre aktiver” og ”Anden gæld”, såfremt mellemværendet er med samme modpart, og aktivet og passivet afregnes samme dag.

### Medlemmernes formue

”Medlemmernes formue” er den formue, som tilhører medlemmerne. I noterne er årets ændringer i medlemmernes formue og cirkulerende andele specificeret.

”Udlodning fra sidste år” er det beløb, som blev hensat til udlodning i årsregnskabet sidste år beregnet ud fra de cirkulerende andele pr. 31. december året før.

”Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning” består af forskellen mellem det faktiske udloddede beløb efter generalforsamlingen og udlodningen beregnet den 31. december året før.

”Emissioner”, ”Emissionstillæg”, ”Indløsninger” og ”Indløsningsfradrag” er de midler, afdelingen har fået via emissioner og udbetalt via indløsninger.

”Regulering af udlodning ved emissioner og indløsning” er en udlodningsmæssig regulering af udbytteopgørelsen i forbindelse med emissioner og indløsninger i overensstemmelse med ligningsloven §16 C.

”Overført til udlodning fra sidste år” er den del af udlodningen fra sidste år, som ikke blev udloddet til medlemmerne.

”Overført til udlodning næste år” er den del af årets udlodning, som overføres til næste år.

”Foreslået udlodning” er det samlede beløb, som foreslås udloddet til medlemmerne beregnet på de cirkulerende andele pr. 31. december.

”Overført fra resultatopgørelsen” er det beløb, som henlægges til formuen.

### Nøgletal

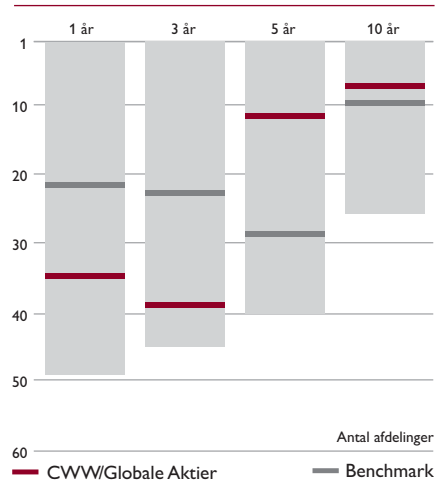
De angivne nøgletal er opgjort i overensstemmelse med retningslinier fra Finanstilsynet og InvesteringsForeningsRådet.

## Carnegie WorldWide/Globale Aktier

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

### Afkastet i 2010

Afdeling Globale Aktier skabte et afkast i 2010 på 16,0%, mens verdensindekset steg 20,7%. Afdelingens absolutte afkast var højere end de afkastforventninger, vi havde ved indgangen til 2010, om end afdelingens afkast blev under verdensindeksets udvikling. Den ventede normalisering af pengepolitikken i specielt USA blev udskudt, og renterne forblev meget lave. Samtidig med en fortsat god vækst i emerging markets klarede store dele af den vestlige verden sig vækstmæssigt godt. Denne kombination af meget lempelig pengepolitik og højere vækst var årsagen til det høje markedsafkast, og det gav især medvind til selskaber med en højere risiko-profil. Derfor steg økonomisk følsomme og små selskaber igen markant i 2010. De fleste store selskaber af høj kvalitet med lav gæld og en stabil forretningsmodel steg mindre end markedet. Således faldt det brede europæiske indeks Stoxx 50 med 6%, mens det europæiske indeks for små selskaber (MSCI Small Cap Europe) steg med 28%. Afdeling Globale Aktier har haft en lav andel i de økonomisk følsomme aktier og en højere andel i de mere stabile vækstelskaber. Dette er hovedforklaringen på, at afkastet blev lavere end markedet. Afkastmæssigt var det Apple, som gav det største afkast i afdelingen i 2010. Ligeledes var indiske HDFC igen en markant bidragsyder til afdelingens afkast. En anden ganganger blandt de bedste aktier var det amerikanske kulmineselskab Peabody Energy. På den negative side var der desværre især tre aktier, som ikke levede op til vores forventninger, og som blev solgt i løbet af året. Transocean var uheldigvis indblandet i oliekatastrofen i den mexikanske Golf, og vi solgte efterfølgende aktien. Ligeledes solgte vi Nokia efter en sen og skuffende lancering af en ny smartphone. Den amerikanske storbank Bank of America blev også solgt grundet store sagsanlæg i kølvandet på den amerikanske bankkrise og erstattet med en forøgelse af vores position i det engelske telefonselskab Vodafone.

Afdeling Globale Aktier er fortsat blandt de bedste afdelinger inden for globale aktier målt både på 5 og 10 års sigt. Afdelingen har siden starten medio 1990 i gennemsnit givet et årligt afkast på 10,5%. Det globale aktiemarked har i samme periode givet et årligt afkast på 5,6%. Afdeling Globale Aktier har således i gennemsnit givet et årligt merafkast på 4,9%-point om året.

Tankegangen om at bevare pengenes værdi og investere i aktier, der klarer sig godt i absolutte termer, er en grundlæggende del af vores investeringsfilosofi. Det gjaldt ikke mindst i kølvandet på finanskrisen, hvor der fortsat var og er væsentlig fundamentaløkonomisk risiko. Derfor har afdelingen haft en overvægt af selskaber med lav risiko i absolut målestok. Det har ledt til en konservativt sammensat portefølje med stor vægt på store stabile selskaber med stærkt cash flow. Hertil blev der i løbet af de sidste par år suppleret med investeringer i store teknologiske selskaber med stærke balancer og med gode vækstmuligheder, samt i selskaber med eksponering til særligt Kina. Det absolutte afkast blev godt, men det ikke var muligt at leve op til markedsafkastet af ovennævnte grunde. Carnegie WorldWide har en langsigtet indgangsvinkel og køber aktier, der strukturelt har gode muligheder. I perioder med store udsving og kort tidshorison, som vi lige har været igennem, er det vanskeligere at levere et markedsafkast med en sådan indgangsvinkel. Afdelingen er fokuseret i sin indgangsvinkel ved at have få aktier. I sidste ende bestemmes afkastet og risikoen derfor af udviklingen på de enkelte aktier i porteføljen.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 4,50 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 4,49 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Risikoen i levetiden

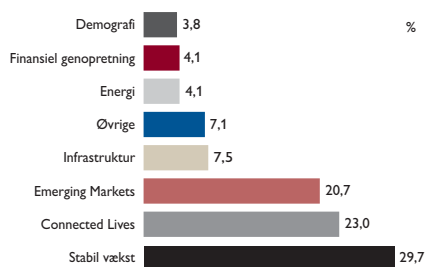
Afdelingens markant bedre afkast siden starten for mere end 20 år siden er opnået samtidig med, at afdelingens absolutte risiko stort set har været på niveau med markedets. Afdelingens

absolutte risiko, angivet ved den historiske standardafvigelse for levetiden opgøres til 16,8% p.a. beregnet pr. 31. december 2010. I samme periode kan verdensaktieindeksets standardafvigelse opgøres til 16,4% p.a.

Afdelingens relative risiko, målt ved den aktive risiko, er beregnet til 9,3% p.a. i levetiden i forhold til afkastet på verdensaktieindekset. Det betyder, at der har været forholdsvis kraftige udsving i de månedlige merafkast i forhold til markedets afkast. Dette hænger godt sammen med afdelingens investeringsfilosofi om at købe en portefølje af aktier, som foreningen har stærke forventninger til, frem for en aktieportefølje, der blot ligner et indeks. Risikostyringen kan således betegnes som at have fokus på det absolutte frem for det relative element. Konklusionen er ligeledes, at den risiko, der tages i afdelingen, historisk set er blevet belønnet godt.

De seneste tre år, hvor afkastet ikke har levet op til markedsindekset er den absolutte risiko noget lavere end markedsindekset. Således var den historiske standardafvigelse 1,6%-point lavere på fonden i forhold til standardafvigelsen på markedsindekset.

Temaoversigt pr. 31. 12. 2010



Afdelingens investeringsstrategi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i typisk 25-30 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt. Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder målrettet hver dag på at forstå fremtidens trends. Men vigtigere end at forudse fremtiden er det at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Aktieporteføljen pr. 31.12. 2010

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinentaleuropa	Japan	Fjernøsten (udviklede lande)	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Peabody Energy 4,1				Sinopec 2,5		6,6	11,4
<b>Råvarer</b>	Newmont Mining 2,9		Holcim 4,5				7,4	9,3
<b>Industri og service</b>	Praxair 4,4		ABB 3,0				7,4	10,8
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>			Daimler 4,2				4,2	9,9
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Lorillard 2,9 Philip Morris Intl. 3,1	BAT 8,2 Diageo 2,6	Nestlé 8,3				25,1	9,4
<b>Medicinal</b>			Roche 3,8				3,8	8,1
<b>Finans</b>		Standard Chartered 3,6	DnB NOR 0,2 Allianz 4,1		China Life Insurance 1,7 ICBC 2,8	HDFC 7,8	20,2	20,7
<b>Informationsteknologi</b>	Hewlett-Packard 3,2 Apple 3,5 Google 4,1			Canon 3,6		Samsung Electronics 4,0	18,4	11,9
<b>Telekommunikation</b>		Vodafone 4,6					4,6	4,6
<b>Koncessioneret service</b>							0,0	3,9
<b>Andet</b>						CWW/Asien 2,3	2,3	0,0
<b>Total</b>	28,2	19,0	28,1	3,6	7,0	14,1	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	46,8	8,4	16,6	8,7	5,3	14,2	-	100,0

\* Benchmark er pr. 1.1.2010 ændret fra MSCI aktieverdensindeks til MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.

### Investeringerne i 2010

Ved både indgangen og udgangen af 2010 var andelen i stabile vækstelskaber på godt 30%. Der var ikke store sektormæssige og geografiske rokeringer i 2010. Der var mere tale om til- og frasalgs af enkeltaktier. Filosofien er, at nye aktier til porteføljen erstatter eksisterende positioner. Det var primært denne type af omlægninger, der blev foretaget i 2010. Eksempelvis solgte vi Japan Tobacco til fordel for amerikanske Philip Morris, som har en bedre indtjeningsprofil. Ligeledes solgte vi Cisco Systems til fordel for Hewlett Packard (HP), idet HP er væsentligt billigere og forbundet med lavere risiko end Cisco Systems. Vi er fortsat strukturelt positive på Asien og på teknologiområdet. Således har porteføljen fortsat stor indirekte eksponering til især udviklingen i Asien, primært gennem store selskaber noteret på vestlige børser.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2011

Vores investeringsstrategi er lagt an på forventninger om en bedring i den globale økonomiske vækst med de bedste vækstmuligheder i emerging markets. Gælden i den vestlige verdens økonomier skal fortsat ned fra høje niveauer, uanset politikernes markante initiativer for at skabe fornyet vækst. Politikernes tiltag øger risikoen for inflation på længere sigt. Det enorme stimulationsprojekt for verdensøkonomien må nedtrappes i løbet af 2011 og 2012. Vi venter, at investorer med længere horisont og en mere fundamental indgangsvinkel vil drive kursen på de fundamentalt stærke selskaber. Afdelingen har en høj andel af selskaber med betydeligt salg til emerging markets, hvor de underliggende vækstvilkår fortsat er stærkest. Vi ser fortsat høj vækst i den virtuelle verden, som vi har adgang til via vores pc-skærme og via internettet. Særligt adgang til den parallelle verden gennem de såkaldte smartphones som eksempelvis Apples iPhone ventes at vokse kraftigt de kommende år.

### Forventninger

Vi har moderate, men positive forventninger til de globale aktiemarkeder i 2011. Vi må gennem en vis normalisering af pengemarkedet i USA inden for de næste par år. Ellers bliver risikoen for ubalancer og nye bobler på aktie- og obligationsmarkedet for stor. Vi venter et moderat afkast på aktiemarkedet. Vi venter, at afdelingen vil klare sig bedre end den generelle udvikling på verdens aktiemarkeder. Vi venter, at de store stabile kvalitetsaktier, som er attraktive i forhold til resten af markedet, vil outperforme i 2011.

### Risiko

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end den generelle aktiemarkeds risiko.

Risiko er vanskelig at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabs-specifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Globale Aktier

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	264	2.941
2 Udbytter	135.378	121.379
I alt renter og udbytter	135.642	124.320
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	705.413	910.361
Handelsomkostninger	-15.123	-21.750
I alt kursgevinster og -tab	690.290	888.611
<b>I alt indtægter</b>	<b>825.932</b>	<b>1.012.931</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>		
	-78.334	-71.962
<b>Resultat før skat</b>	<b>747.598</b>	<b>940.969</b>
<b>5 Skat</b>		
	-8.543	-7.997
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>739.055</b>	<b>932.972</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-15.897	1.855
Overført fra sidste år	302	642
I alt formuebevægelser	-15.595	2.497
<b>Til disposition</b>	<b>723.460</b>	<b>935.469</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
	44.050	49.422
Foreslået udlodning (4,50 kr. pr. andel)	41.936	49.120
Overført til udlodning næste år	2.114	302
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>679.410</b>	<b>886.047</b>

## Balance

### Globale Aktier

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	89.599	500.026
I alt likvide midler	89.599	500.026
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.368.832	4.697.914
Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger	100.984	182.427
I alt kapitalandele	4.469.816	4.880.341
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	7.162	4.791
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	-	11.405
Aktuelle skatteaktiver	13.946	22.262
I alt andre aktiver	21.108	38.458
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>4.580.523</b>	<b>5.418.825</b>
<b>PASSIVER</b>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
	4.550.329	5.215.532
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	7.599	8.362
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	22.595	194.931
I alt anden gæld	30.194	203.293
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>4.580.523</b>	<b>5.418.825</b>



# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	264	193
Indestående i andre pengeinstitutter	-	2.748
I alt renteindtægter	264	2.941

<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	135.378	120.576
Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger	-	803
I alt udbytter	135.378	121.379

<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	670.973	825.425
Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger	34.440	84.936
I alt kursgevinster og -tab	705.413	910.361

Bruttohandelsomkostninger	-20.139	-26.608
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	5.016	4.858
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-15.123	-21.750

**I alt kursgevinster og -tab** **690.290** **888.611**

<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	2.280	2.398
Fast administrationshonorar	9.815	8.949
Fast rådgivningshonorar	63.796	58.171
Øvrige omkostninger	75	78
I alt afdelingsdirekte omkostninger	75.966	69.596

<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	691	680
Honorar til revisorer	299	322
Andre honorarer til revisorer	107	37
Øvrige omkostninger	1.271	1.327
I alt andel af fællesomkostninger	2.368	2.366

**I alt administrationsomkostninger** **78.334** **71.962**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
Revisionshonorar	559	516
heraf udgjorde andelen til andet end revision	147	53

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	135.642	124.320
Ikke refunderbar udbytteskat	-8.543	-7.997
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	10.880	2.564
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-78.334	-71.962
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-15.897	1.855
Udlodning overført fra sidste år	302	642
I alt til rådighed for udlodning	44.050	49.422

Heraf:		
Foreslået udlodning	41.936	49.120
Overført til udlodning næste år	2.114	302
	44.050	49.422

Udbyttet på 4,50 kr. pr. andel fordeles med 4,49 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

Afdelingen har et fremførbart tab på aktier på kr. 1.063 mio.

## Noter til balance

### Globale Aktier

	2010	2009
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 31 i årsrapporten.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%
<b>Afdelingen har investeret i danske investeringsbeviser:</b>		
- Carnegie WorldWide/Asien	2,3%	2,2%
- Carnegie WorldWide/Østeuropa	-	1,5%

	2010		2009	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	1.227.991	5.215.532	1.160.675	4.138.122
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-49.120		-63.837
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		110		-600
Emissioner i året	40.580	184.644	197.136	705.436
Indløsninger i året	-336.655	-1.542.126	-129.820	-500.329
Emissionstillæg		434		2.340
Indløsningsfradrag		1.800		1.428
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		15.897		-1.855
Overført til udlodning fra sidste år		-302		-642
Overført til udlodning næste år		2.114		302
Foreslået udlodning		41.936		49.120
Overført fra resultatopgørelsen		679.410		886.047
I alt medlemmernes formue	931.916	4.550.329	1.227.991	5.215.532

# Noteoplysninger om fusion

## Globale Aktier

### Fusion mellem afdeling Emerging Growth og afdeling Globale Aktier med sidstnævnte som fortsættende afdeling

Bestyrelsen for investeringsforeningen Carnegie WorldWide besluttede i foråret 2010 som led i den løbende evaluering af foreningens produktudbud og i lyset af afdeling Emerging Growth's historiske resultater at foreslå medlemmerne i afdeling Emerging Growth en fusion med afdeling Globale Aktier som den bedste vej til at sikre et godt afkast fremadrettet.

Det er foreningens målsætning at tilbyde et fokuseret antal produkter af høj investeringsmæssig kvalitet. Afdeling Emerging Growth startede i sommeren 1999 og skabte til at begynde med en høj værditilvækst ved investering i internetaktier. Internettrenden kulminerede hurtigere end forventet, og desværre deltog afdelingen også i den efterfølgende nedtur. Udvidelsen af investeringsuniverset i 2002 til vækstaktier i mere bred forstand viste sig ikke tilstrækkelig succesfuld, ligesom den generelle efterspørgsel efter brede vækstafdelinger viste sig begrænset. Foreningens bestyrelse konkluderede derfor, at afdelingen ikke levede op til foreningens målsætning, hvorfor bestyrelsen foreslog en fusion med afdeling Globale Aktier.

Fusionen af de to afdelinger blev gennemført den 8. september 2010, hvormed sidste dag som selvstændig enhed for afdeling Emerging Growth var den 7. september 2010.

Fusionen blev gennemført som en skattepligtig fusion, hvilket betyder, at vederlaget til medlemmerne i den ophørende afdeling Emerging Growth skattemæssigt betragtes som afståelse og er skattepligtigt efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven.

De aktiver, som afdeling Globale Aktier modtog, bestod af likvider, aktier samt tilgodehavende renter og udbytter. Som følge af sammenlægningen er det udlodningspligtige beløb i afdeling Globale Aktier forhøjet med kr. 0,6 mio. for at fastholde det samme udbytniveau før og efter fusionen.

Nedenfor er vist udvalgte tal for CarnegieWorldWide/Emerging Growth for perioden 1. januar til ombytningstidspunktet 8. september 2010.

	<b>2010</b>
	<b>1.000 kr.</b>
Renter og udbytter	776
Kursgevinster og -tab	8.685
Administrationsomkostninger	-928
Skat	-59
Udbetalt udbytte i perioden	0
Emissioner i perioden	3.188
Indløsninger i perioden	16.618
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	69
Periodens nettoresultat	8.474
Medlemmernes formue primo	56.116
Medlemmernes formue på sammenlægningstidspunktet	51.229

## Supplerende noteoplysninger til årsrapporten

### Globale Aktier

	2010	2009	2008	2007	2006
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	1.540.212	2.432.008	2.096.969	1.777.700	3.970.307
Kursværdi af salg af værdipapirer	2.647.000	2.308.257	2.477.067	2.413.352	1.708.991
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	4.187.212	4.740.265	4.574.036	4.191.052	5.679.298

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b>	0,18	0,42	0,17	0,20	0,23
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

**ÅOP = 2,3%**. (Årlige omkostninger i %)

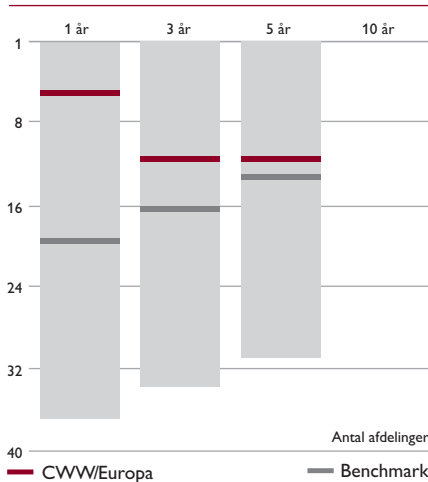
**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 14 og 16 (tabel med Sharpe Ratio).

## Carnegie WorldWide/Europa

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

### Afkastet i 2010

Vores forventninger til 2010, som beskrevet i årsrapporten for 2009, blev indfriet. Vi oplevede volatile europæiske markeder, specielt aktiemarkederne i Sydeuropa oplevede større fald, eksempelvis faldt det græske marked 36% og det spanske marked faldt 19%. Det stod i skærende kontrast til Europas vækstmotor Tyskland, hvor økonomien steg pænt, og aktiemarkedet steg 16%. På linje med vores forventninger gjorde afdelingens investeringer i de stabile vækstsektorer det godt.

Afdelingens indre værdi steg med hele 21,8%, hvilket var markant bedre end Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, der steg 11,3%. Det gode relative afkast kan henføres til en række af afdelingens stabile vækstaktier, der bidrog signifikant, især Novo Nordisk, Jeronimo Martins, Temenos, BAT og Swedish Match er værd at nævne.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 1,75 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 1,74 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Afdelingens investeringsstrategi

Investeringsstrategien i afdelingen er baseret på den samme investeringsfilosofi og metode, som har været kernen i afdeling Globale Aktier siden foreningens etablering i 1990. Målsætningen er at skabe en god langsigtet værditilvækst uden at løbe en risiko, der er højere end markedsrisikoen.

Det centrale element i investeringsarbejdet er en række langsigtede globale trends, hvor udviklingen på de internationale kapitalmarkeder er af afgørende betydning. Afdeling Europa investerer i 25 til 30 nøje udvalgte selskaber, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering. Samtidig giver antallet af aktier en fornuftig risikospredning uden at udvande de enkelte investeringers potentiale.

Afdelingen investerer i attraktive europæiske selskaber, der er hjemmehørende i hele Europa, herunder de nye vækstlande i Østeuropa. En kombination af vesteuropæiske kvalitetsselskaber, der genererer høje frie pengestrømme (cash flows) og selskaber, der nyder godt af væksten og konvergensen i Østeuropa.

### Investeringerne i 2010

Afdelingen har gennem hele 2010 fortsat strategien med at lede efter interessante vækstsektorer. Flere af afdelingens investeringer er i løbet af året steget markant og er blevet mere eller mindre overvurderede, hvilket har fået os til at sælge. Det drejede sig om Sampo (nordisk forsikring), Linde (industrigasser), Siemens (konglomerat) og GarantiBank (tyrskisk bank). Vi har ligeledes reduceret vægtningen i Novo Nordisk (medicinal) og Jeronimo Martins (portugisisk/polsk detailhandel). Vi har solgt Novartis (medicinal) grundet selskabets aggressive og dyre opkøbsstrategi, mens Gazprom (russisk gas) og E.ON blev solgt pga. svag efterspørgsel efter gas og elektricitet i Europa. Endelig solgte vi Nokia, efter nedjustering af resultat og en forværret konkurrencesituation for selskabet.

Salgene har skabt plads til en række spændende vækstsektorer, som rummer et betydeligt potentiale for den langsigtede investor. Afdelingen har købt Temenos, der er et af Europas mest interessante softwareselskaber. Selskabet udvikler software, der nu bruges i over 1.000 banker rundt om i verden. Temenos kerneprodukt øger kundernes indtjening, idet omkostninger til



udvikling og vedligeholdelse af egne systemer kan reduceres betydeligt. Nyindkøbte Metro er især kendt for deres engroskæde ”Cash & Carry”, som henvender sig til små og mellemstore forretningsdrivende, der køber stort ind til lave priser. Metro er markedsledende i Europa og har en stærk position i Tyskland og Østeuropa, begge områder med gode vækstudsigter.

Den direkte eksponering til emerging markets er primært sket gennem to nykøbte tyrkiske selskaber, TSKB og IS Reit. TSKB er en privat investerings- og udviklingsbank. Banken tilbyder langsigtet finansiering til små og mellemstore virksomheder samt infrastrukturinvesteringer i Tyrkiet. Banken er meget velkapitaliseret, men til trods herfor leverer selskabet en egenkapitalforrentning på 20%. Vi ser et stort potentiale i aktien, der vil drage nytte af et kommende boom i infrastrukturinvesteringer i Tyrkiet. IS Reit er et selskab, der investerer i samt udvikler ejendomsprojekter. Ejendomsporteføljen er overvejende koncentreret i kontorudlejningsejendomme i Istanbul. Det er vores forventning, at IS Reit i de kommende år vil drage fordel af den meget gunstige udvikling, som tyrkisk økonomi gennemgår. I takt med at økonomien tilpasser sig et lavere renteniveau, vil IS Reit opleve en markant opjustering af værdien af ejendomsporteføljen.

Der er også blevet plads til to meget aktionærvenlige selskaber, som med høj sandsynlighed vil betale 7-8% udbytte om året. Det drejer sig om ZFS, der er et af Europas mest solide forsikringselskaber med en særdeles attraktiv værdifastsættelse, samt om teleselskabet KPN. Selskabet tilbyder mobil og fastnettelefoni i Nederlandene og har ligeledes betydelige aktiviteter i Tyskland og Belgien. KPN har i de senere år været et af de mest aktionærvenlige selskaber ved at udbetale meget høje udbytter og foretage aktietilbagekøb. Vi vurderer, at begge selskaber kan fastholde denne strategi grundet høje frie cash-flows.

Sluttelig gav salgene plads til en mindre investering i et af Europas små guldmineselskaber, Avocet Mining. Avocet er i besiddelse af interessante mineområder i bl.a. Burkina Faso, hvilket vi forventer, vil blive synliggjort ved et igangværende ambitiøst boreprogram. Herudover kan et frasalg af selskabets miner i Fjernøsten være positivt og være med til at drive kursudviklingen.

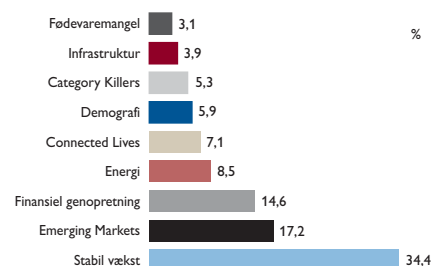
### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2011

Europa er i krise. Aldrig har kontrasterne og spændingerne været større internt i Euroland, og det er berettiget at tvivle på, om euroen kan overleve i den nuværende form. Tyskland og lande, der ligner - Holland, Østrig og de nordiske lande, er i en favorabel position med stærk produktionsbase og god konkurrenceevne. Konkurrenceevnen blev genskabt ved løntilbageholdenhed og fokus på væksten uden for Europa. Resten af Europa må nu gennemgå samme kur, hvilket bliver en hård ”rejse”, for udgangspunktet er ikke godt. Store statsunderskud og høj arbejdsløshed tvinger landene til reformer, som i en længere årrække vil gøre ondt værre og meget tænkeligt vil blive politisk uholdbart. Der er derfor en høj sandsynlighed for, at et eller flere lande må forlade euroen, imens resten holder fast i Den Europæiske Monetære Union med Tyskland som anker.

Afdelingen vedbliver derfor med at have en meget lille eksponering til Portugal, Irland, Grækenland og Spanien, mens den høje andel i stabile vækstelskaber bibeholdes. Vækstelskaberne er store multinationale selskaber, som er hjemmehørende i Tyskland, England, Schweiz og Skandinavien – ofte med betydeligt salg i emerging markets. Deres stærke balancer og høje stabile pengestrømme samt en lav prisfastsættelse gør dem i vores øjne til meget interessante investeringsobjekter på langt sigt.

Foruden kernen af stabile vækstelskaber består porteføljen af en række investeringer inden for diverse væksttemaer. De største temaer p.t. er eksponeringen til væksten i emerging markets og råvarer. Foruden den førnævnte indirekte eksponering gennem multinationale selskaber, så er den direkte eksponering (5% af porteføljen) primært til den boomende tyrkiske økonomi. Afdelingens eksponering til guldmineselskaber er 6%.

#### Temaoversigt pr. 31. 12. 2010



## Aktieporteføljen pr. 31.12.2010

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>		BG Group 4,2 Tullow Oil 4,3				8,5	10,9
<b>Råvarer</b>		Avocet Mining 2,3 Eurasian Natural Resources 2,9 Petropavlovsk 4,4	Holcim 2,4 Syngenta 3,1			15,1	11,0
<b>Industri og service</b>	DSV 5,3			Prysmian 1,5		6,8	11,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>			Metro 3,0	Ebro Foods 5,1		8,1	8,9
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Swedish Match 5,2	BAT 6,6 Diageo 2,7	Nestlé 6,5	Jeronimo Martins 2,7		23,7	12,4
<b>Medicinal</b>	Novo Nordisk 3,8		Roche 2,1			5,9	9,7
<b>Finans</b>		Prudential 2,7 Standard Chartered 3,2	Allianz 3,5 Zurich Financial Services 3,8		IS Reit 1,6 Turkiye Sinai Kalkinma Bankasi 2,8	17,6	21,0
<b>Informationsteknologi</b>			SAP 2,6 Temenos Group 4,6			7,2	2,9
<b>Telekommunikation</b>		Vodafone 4,8	Koninklijke KPN 2,3			7,1	6,5
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	5,4
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	14,3	38,1	33,9	9,3	4,4	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	9,7	33,9	46,4	10,0	-	-	100,0

\* Benchmark er MSCI aktieeuropaindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Europas aktiebeholdning.

## Forventninger

EU's ledere har udtrykt vilje til at redde euroen med alle midler, men fremtiden afhænger fuldt ud af tyskernes velvilje. Vi forventer derfor, at 2011 vil byde på store udsving, men det ændrer ikke på, at mange europæiske selskaber stadig er attraktive langsigtede investeringsobjekter. Som følge heraf forventer vi generelt positive aktiemarkeder i Europa, men der bliver næppe tale om to cifrede stigninger. Den lave rente og en svag euro har positive indvirkninger på væksten i Europa, men de finanspolitiske stramminger i mange lande vil trække i modsat retning.

## Risiko

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med risikoen på det europæiske aktiemarked. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoen på det generelle europæiske aktiemarked.

Risiko er vanskeligt at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Afdelingen har derfor ingen specifikke politikker til styring af risiko. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Europa

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	8	100
2 Udbytter	4.696	9.670
I alt renter og udbytter	4.704	9.770
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	29.924	38.341
Handelsomkostninger	-618	-943
I alt kursgevinster og -tab	29.306	37.398
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>34.010</b>	<b>47.168</b>
4 Administrationsomkostninger	-2.602	-3.372
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>31.408</b>	<b>43.796</b>
5 Skat	-356	-952
<b>Årets nettoresultat</b>		
	<b>31.052</b>	<b>42.844</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-674	-3.632
Overført fra sidste år	445	948
I alt formuebevægelser	-229	-2.684
<b>Til disposition</b>		
	<b>30.823</b>	<b>40.160</b>
6 Til rådighed for udlodning	2.648	3.331
Foreslået udlodning (1,75 kr. pr andel)	2.511	2.886
Overført til udlodning næste år	137	445
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>		
	<b>28.175</b>	<b>36.829</b>

## Balance

### Europa

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	2.145	3.027
I alt likvide midler	2.145	3.027
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	14.234	14.992
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	139.882	156.671
I alt kapitalandele	154.116	171.663
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	153	123
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	-	630
Aktuelle skatteaktiver	985	2.006
I alt andre aktiver	1.138	2.759
<b>AKTIVER I ALT</b>		
	<b>157.399</b>	<b>177.449</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	157.131	175.559
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	268	329
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	-	1.561
I alt anden gæld	268	1.890
<b>PASSIVER I ALT</b>		
	<b>157.399</b>	<b>177.449</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Europa

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	8	15
Indestående i andre pengeinstitutter	-	85
I alt renter	8	100
<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	151	245
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.545	9.425
I alt udbytter	4.696	9.670
<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	6.154	3.521
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	23.770	34.820
I alt kursgevinster og -tab	29.924	38.341
Bruttohandelsomkostninger	-1.118	-1.662
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	500	719
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-618	-943
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>29.306</b>	<b>37.398</b>
<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	161	205
Fast administrationshonorar	311	408
Fast rådgivningshonorar	2.024	2.654
Øvrige omkostninger	43	25
I alt afdelingsdirekte omkostninger	2.539	3.292
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	21	25
Honorar til revisorer	8	12
Andre honorarer til revisorer	3	1
Øvrige omkostninger	31	42
I alt andel af fællesomkostninger	63	80
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>2.602</b>	<b>3.372</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	559	516
heraf udgjorde andelen til andet end revision	147	53

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5

#### Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatte.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	4.704	9.770
Ikke refunderbar udbytteskat	-356	-952
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	1.131	569
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-2.602	-3.372
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-674	-3.632
Udlodning overført fra sidste år	445	948
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>2.648</b>	<b>3.331</b>

#### Heraf:

Foreslået udlodning	2.511	2.886
Overført til udlodning næste år	137	445
	2.648	3.331

Udbyttet på 1,75 kr. pr. andel fordeles med 1,74 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

Afdelingen har et fremførbart tab på aktier på kr. 68 mio.

## Noter til balance

### Europa

	2010	2009
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 40 i årsrapporten.		

Afdelingens fordeling på:		2010	2009
Børsnoterede finansielle instrumenter		100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter		0%	0%

	2010		2009	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	192.406	175.559	408.893	297.534
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-2.886		-5.111
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		297		591
Emissioner i året	11.760	12.337	15.761	12.400
Indløsninger i året	-60.700	-59.386	-232.248	-173.198
Emissionstillæg		27		40
Indløsningsfradrag		131		459
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		674		3.632
Overført til udlodning fra sidste år		-445		-948
Overført til udlodning næste år		137		445
Foreslået udlodning		2.511		2.886
Overført fra resultatopgørelsen		28.175		36.829
I alt medlemmernes formue	143.466	157.131	192.406	175.559

## Supplerende noteoplysninger til årsrapporten

### Europa

	2010	2009	2008	2007	2006
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	56.517	81.029	163.932	455.848	395.165
Kursværdi af salg af værdipapirer	103.559	239.465	294.838	385.229	238.176
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	160.076	320.494	458.770	841.077	633.341

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b>	0,26	0,31	0,29	0,31	0,33
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

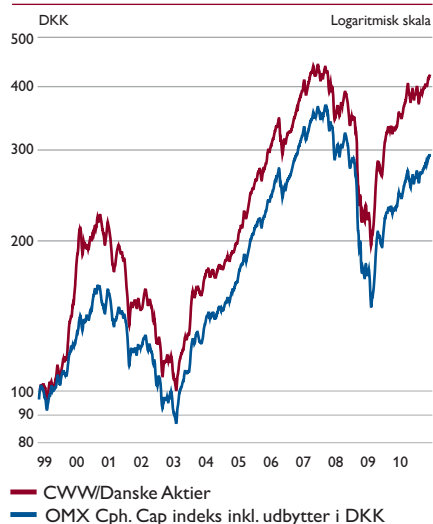
**ÅOP = 2,4%**. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 14 og 16 (tabel med Sharpe Ratio).



## Carnegie WorldWide/Danske Aktier

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Afkastet i 2010

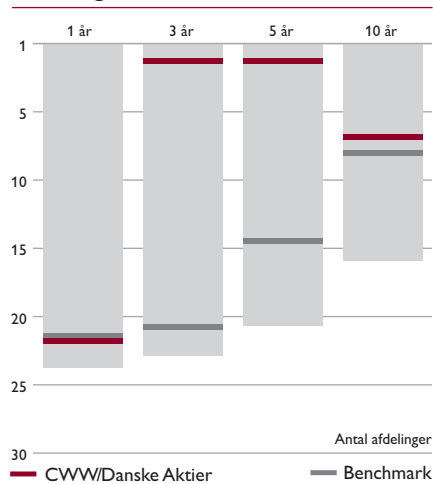
Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 25,2%, hvilket var på linje med benchmark, som også gav 25,2%-point. Det absolutte afkast var noget højere end vores forventninger ved indgangen til 2010, da aktiemarkedet udviklede sig mere positivt end ventet, som følge af en meget aggressiv stimulering af den globale økonomi, primært drevet af den amerikanske centralbank kombineret med en overraskende god indtjeningsudvikling i de danske selskaber.

Porteføljens overordnede struktur med en overvægt af cykliske aktier gav et mindre negativt bidrag, da de defensive danske aktier performede særdeles godt. Heldigvis var porteføljen rigtigt positioneret inden for de defensive aktier, hvilket opvejede den overordnede effekt. Generelt havde porteføljen en række gode aktievalg, dog med Vestas-aktien som den absolutte undtagelse, idet denne faldt 45%. Porteføljen var præget af store forskelle i afkastet på de enkelte aktier. De bedste aktier var at finde blandt de defensive aktier. Således var selskaber som NovoNordisk, Coloplast og GN Store Nord blandt de absolut bedste aktier i porteføljen.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 3,50 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 3,45 kr. som aktieindkomst og 0,05 kr. som kapitalindkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

### Det danske aktiemarked i 2010

Det danske aktiemarked udviklede sig positivt i 2010. Markedet steg pænt i starten af året efterfulgt af en periode med højere volatilitet for så at slutte året af med pæne kursstigninger. Dårlige nøgletal henover sommeren og relativt gode nøgletal i efteråret var drivkraften for investorenes risikoaversion og derved udslagsgivende for markedsudviklingen. Selskabernes regnskaber var gode og indfrie generelt investorenes høje forventninger. Dette fik investorerne til at øge deres forventninger til selskabernes fremtidige indtjening.

### Investeringerne i 2010

Der skete ingen overordnede forandringer af porteføljen i løbet af 2010. Vi deltog dog i et par børsnoteringer i form af investeringer i Pandora og Christian Hansen.

Porteføljen er overvægtet i de cykliske sektorer/aktier, eftersom vi fortsat tror på en moderat økonomisk fremgang, som disse selskaber generelt vil få gavn af. Ligeledes er de cykliske aktier fortsat billige såvel absolut som relativt til de defensive aktier, som performende rigtigt stærkt i 2010.

Porteføljen er bygget op om en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Vi har fokus på selskaber, der søger at skabe langsigtet værditilvækst gennem investeringer i deres kerneforretning – det være sig via forskning og udvikling, tilkøb og/eller udflytning af produktionsbasen. En mindre del er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt færdigudviklet og/eller forstået af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revideringer af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig.

### Afdelingens investeringsstrategi

Det er afdelingens formål primært at investere i børsnoterede selskaber noteret på NASDAQ OMX Copenhagen. Målsætningen er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på OMX Cph. cap-indekset, og samtidig holde risikoen (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet) på niveau med det danske aktiemarked.

## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2010

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				0,0	0,4
<b>Råvarer</b>		Novozymes 2,7		2,7	6,5
<b>Industri og service</b>	A.P. Møller-Mærsk 9,6 Vestas Wind Systems 4,9 FLSmith 4,8 NKT 2,3 G4S 4,5 DSV 6,3			32,4	26,6
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	North Media 1,5 IC Companys 1,2 Pandora 2,8			5,5	6,3
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>		Carlsberg 4,7 Chr. Hansen Holdning 4,7 Danisco 3,1		12,5	12,5
<b>Medicinal</b>		Novo Nordisk 9,8 Coloplast 3,6 William Demant 2,9 GN Store Nord 5,2		21,5	20,8
<b>Finans</b>			Danske Bank 9,6 Topdanmark 1,4 Jyske Bank 5,0 Tryg 1,8 Sydbank 3,3	21,1	22,0
<b>Informationsteknologi</b>	SimCorp 3,0			3,0	0,8
<b>Telekommunikation</b>		TDC 1,3		1,3	4,0
<b>Koncessioneret service</b>				0,0	0,1
<b>Andet</b>				0,0	0,0
<b>Total</b>	40,9	38,0	21,1	100,0	100,0

\* Benchmark består fra 1. januar 2004 af OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK. Tidligere var benchmark KAX Totalindeks ekskl. udbytter. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.

Afdelingen tilstræber at investere i og beholde selskaber, som over en længere årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt. Afdelingen adskiller sig samtidig fra de fleste andre investeringsforeninger ved kun at eje mellem 20 og 30 aktier, som omhyggeligt er udvalgt efter en kvalitativ vurdering af hvert enkelt selskab, ”stock-picking”.

Den stigende volatilitet på de finansielle markeder og de deraf større udsving i enkelte selskabers/sektors vurdering har nødvendiggjort en modificering af det langsigtede investeringskoncept i retning af en større forandringsvillighed/omsætnings hastighed i porteføljen i forhold til tidligere for derigennem at kunne afbøde nogle af de store udsving i afkast og performance, som volatiliteten ellers måtte forventes at afstedkomme. Det ændrer dog ikke grundlæggende ved det langsigtede investeringskoncept i afdelingen. De centrale grundholdninger i relation til investeringskonceptet er:

- Det er af afgørende betydning at identificere langsigtede globale trends, som har væsentlige investeringsmæssige implikationer.
- Det er vigtigt med en høj grad af kendskab til den enkelte aktie, der investeres i.

### Forventninger til 2011

Vi forventer, at aktiemarkedet vil kunne stige i 2011, men dog langt mindre end i 2010. Markedet vil dog fortsat være præget af høj volatilitet, da der stadig er store økonomiske ubalancer, ikke mindst i Europa. Verdensøkonomien er langsomt i bedring, og det bør give såvel lavere risikopræmier (højere vurdering) på aktier som bedre indtjening i selskaberne.

Vi forventer, at de danske selskaber generelt vil præsentere pæne regnskaber i starten af 2011, men da det allerede er forventet, er det i langt højere grad selskabernes indtjeningsudvikling i 2011, der er afgørende for kursudviklingen.

Det danske aktiemarked er fortsat attraktivt prisfastsat og vil således kunne stige i takt med, at den makroøkonomiske usikkerhed aftager. Særligt inden for de cykliske sektorer er der interessante muligheder for at købe billigt ind. De defensive aktier, er derimod generelt fair prisfastsat, så her er det vigtigt at være mere selektiv. Vi forventer flere børsnoteringer i 2011, dels af gamle kendinge som ISS og Falck, men også af nye selskaber. Vi ser det som en positiv udvikling for det danske aktiemarked, da det vil øge dybden og diversiteten af markedet og derved gøre det mere interessant som investeringsunivers.

### Risiko

Afdelingen har historisk haft et risikoniveau, som over længere perioder ligger mere eller mindre på niveau med det danske aktiemarkeds risiko. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det danske aktiemarkeds.

Risiko er vanskelig at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabs-specifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Danske Aktier

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	32	266
2 Udbytter	5.297	4.233
I alt renter og udbytter	5.329	4.499
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3 Kapitalandele	95.951	132.962
Handelsomkostninger	-757	-951
I alt kursgevinster og -tab	95.194	132.011
<b>I alt indtægter</b>	<b>100.523</b>	<b>136.510</b>
4 Administrationsomkostninger	-6.761	-5.001
<b>Resultat før skat</b>	<b>93.762</b>	<b>131.509</b>
5 Skat	-	-76
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>93.762</b>	<b>131.433</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-96	-46
Overført fra sidste år	1.821	348
I alt formuebevægelser	1.725	302
<b>Til disposition</b>	<b>95.487</b>	<b>131.735</b>
6 Til rådighed for udlodning	8.724	1.821
Foreslået udlodning (3,50 kr. pr. andel)	8.456	0
Overført til udlodning næste år	268	1.821
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>86.763</b>	<b>129.914</b>

## Balance

### Danske Aktier

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	14.197	12.637
I alt likvide midler	14.197	12.637
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	439.444	339.963
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.554	18.261
I alt kapitalandele	459.998	358.224
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	5	96
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.269	2.032
I alt andre aktiver	1.274	2.128
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>475.469</b>	<b>372.989</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	465.622	367.382
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	757	607
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	9.090	5.000
I alt anden gæld	9.847	5.607
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>475.469</b>	<b>372.989</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Aktier

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	32	22
Indestående i andre pengeinstitutter	-	244
I alt renter	32	266
<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	4.768	3.567
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	529	666
I alt udbytter	5.297	4.233
<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	94.876	123.702
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.075	9.260
I alt kursgevinster og -tab	95.951	132.962
Bruttohandelsomkostninger	-993	-1.279
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	236	328
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-757	-951
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>95.194</b>	<b>132.011</b>
<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	186	155
Fast administrationshonorar	845	622
Fast rådgivningshonorar	5.494	4.044
Øvrige omkostninger	35	40
I alt afdelingsdirekte omkostninger	6.560	4.861
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	58	47
Honorar til revisorer	22	22
Andre honorarer til revisorer	8	3
Øvrige omkostninger	113	68
I alt andel af fællesomkostninger	201	140
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>6.761</b>	<b>5.001</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	559	516
heraf udgjorde andelen til andet end revision	147	53

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

## NOTE 5

### Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatte.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	5.329	4.499
Ikke refunderbar udbytteskat	-	-76
Kursgevinst til udlodning	8.431	2.097
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-6.761	-5.001
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-96	-46
Udlodning overført fra sidste år	1.821	348
I alt til rådighed for udlodning	8.724	1.821

Heraf:

	2010	2009
Foreslået udlodning	8.456	0
Overført til udlodning næste år	268	1.821
	8.724	1.821

Udbyttet på 3,50 kr. pr. andel fordeles med 3,45 kr. som aktieindkomst og 0,05 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.



## Noter til balance

### Danske Aktier

	2010	2009
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
	<b>Afdelingens fordeling på:</b>	
	Børsnoterede finansielle instrumenter	100% 100%
	Unoterede finansielle instrumenter	0% 0%

Porteføljens sektor- og vækstmæssige fordelinger findes på side 45 i årsrapporten.

	2010		2009	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	238.706	367.382	234.877	238.598
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-		-4.110
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-		-187
Emissioner i året	18.400	31.860	30.162	37.285
Indløsninger i året	-15.502	-27.534	-26.333	-35.740
Emissionstillæg		83		48
Indløsningsfradrag		69		55
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		96		46
Overført til udlodning fra sidste år		-1.821		-348
Overført til udlodning næste år		268		1.821
Foreslået udlodning		8.456		0
Overført fra resultatopgørelsen		86.763		129.914
I alt medlemmernes formue	241.604	465.622	238.706	367.382

## Supplerende noteoplysninger til årsrapporten

### Danske Aktier

	2010	2009	2008	2007	2006
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	147.807	142.379	121.814	218.821	134.396
Kursværdi af salg af værdipapirer	141.983	124.327	213.773	326.710	254.447
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	289.790	266.706	335.587	545.531	388.843

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

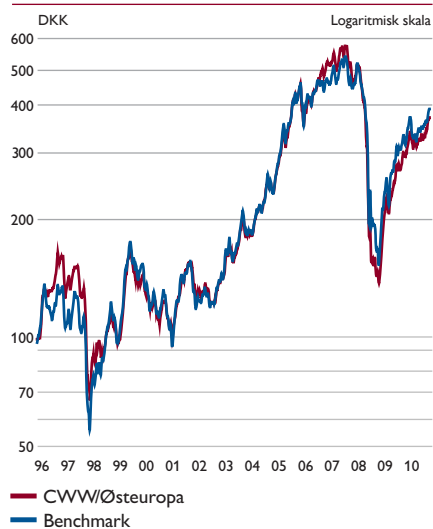
<b>Omsætningshastighed</b>	0,28	0,27	0,17	0,28	0,13
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

**AOP = 2,0%.** (Årlige omkostninger i %)

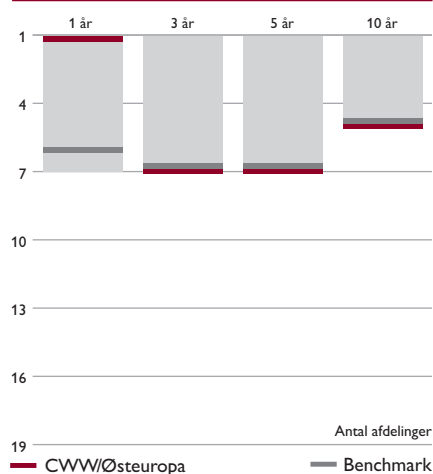
**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 14 og 16 (tabel med Sharpe Ratio).

## Carnegie WorldWide/Østeuropa

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

### Afkastet i 2010

Afdelingen gav et afkast i 2010 på 29,9% mod benchmark på 22,1%. Afkastudviklingen var betydeligt bedre, end vi havde ventet ved indgangen til 2010. Det meget bedre afkast end forventet var drevet af en meget aggressiv stimulering af den globale økonomi, primært fra den amerikanske centralbank, der betød, at stor likviditet flød til emerging markets, herunder de østeuropæiske. Baggrunden for afdelingens relativt gode afkast i forhold til benchmark var dels god aktieudvælgelse og dels afdelingens undervægt i regionens mere defensive markeder, nemlig Polen, Ungarn og Tjekkiet.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 1,00 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 0,99 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Investeringerne i 2010

Porteføljen er gennem 2010 gradvist blevet mere koncentreret på færre og mere likvide aktier. Således er der solgt femten aktier gennem året og kun tilkøbt otte nye aktier. Blandt de nye aktier er der en overvægt af selskaber med eksponering til vækst i den private efterspørgsel i regionen. Således er der købt to nye aktier, der er eksponeret til den tyrkiske ejendomssektor IS Reit og Emlak. Desuden er eksponeringen til den indenlandske efterspørgsel i Rusland forøget ved købet af Sberbank og vodkaproducenten CEDC. Rusland er mere eller mindre neutralvægtet, mens Centraleuropa er kraftigt undervægtet. Tyrkiet er kraftigt overvægtet.

### Afdelingens investeringsstrategi

Afdelingens investeringer er gennem 2010 blevet justeret lidt mere i tematisk retning og væk fra fokus på investering i oversolgte aktier. Dette er en naturlig udvikling efter de markante markedsstigninger i 2009. Økonomierne i regionen er ved at normalisere sig oven på det alvorlige chok, som finanskrisen udløste i form af faldende råvarepriser og mangel på likviditet. Dette gør, at det nu er lettere at se lidt ud i fremtiden og forhåbentlig identificere langsigtede vindere, som i dag kan købes til attraktive priser.

Vi forventer at fastholde den lave eksponering til specielt Polen og Ungarn endnu et stykke tid. Det er uklart, hvorledes Ungarn kommer gennem recessionen, mens det er svært at finde attraktivt prisfaste aktier i Polen. Porteføljens fokusering på likvide selskaber vil blive fastholdt for derved at sikre, at strukturen på porteføljen hurtigt kan ændres, såfremt der skulle blive behov for det.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2010

Som en konsekvens af afdelingens valg af enkeltaktier er sammensætningen af porteføljen markant anderledes end afdelingens benchmark. Således er f.eks. Polen, Tjekkiet og Ungarn stærkt undervægtet med samlede investeringer på omkring 6% (benchmarkvægten er på over 40%). Afdelingen har 40,5% investeret i lande uden for benchmark, primært i Tyrkiet og Kazakhstan. Ved valg af enkeltaktier er der lagt stor vægt på at investere i selskaber med højt cash flow og lav eller ingen gæld.

## Forventninger

Efter de meget store stigninger i 2010 er det vores forventning, at markedet fortsat har mulighed for moderate stigninger drevet af stor likviditet og solid økonomisk vækst i udviklingsøkonomierne. Dog synes markederne ved indgangen til 2011 at være noget overophedede, og langt de fleste investorer forventer positive aktiemarkeder i 2011, hvilket i sig selv er en grund til at være forsigtig. Der er risiko for, at væksten i dele af verdensøkonomien bliver for kraftig og inflationsskabende, hvilket er den væsentligste grund til at have moderate afkastforventninger for 2011.

## Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsrelaterede og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Om end risikoen ved investering i afdelingens investeringsunivers har været faldende gennem de senere år, skal investor være opmærksom på, at investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. Carnegie WorldWide/Globale Aktier.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Afdelingen søger investeringskandidater i hele Østeuropa uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

## Aktieporteføljen pr. 31.12.2010

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	MOL Magyar 3,6			Gazprom 7,4 Lukoil 4,2	Dragon Oil 7,7 Kazmunaigas Exp. 2,8	25,7	37,7
<b>Råvarer</b>				Uralkali 6,0 Petropavlovsk 8,6 Mechel Spons 3,4	Uranium One 4,2 Eurasian Natural Resources 4,0 Anatolia Minerals 4,5	30,7	13,4
<b>Industri og service</b>			Budimex 2,3	Globaltrans Investment 4,4	Reysas Logistics 1,9	8,6	0,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>				Magnit 5,3		5,3	0,7
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>				Central Euro Distribution 4,7		4,7	2,4
<b>Medicinal</b>						0,0	1,3
<b>Finans</b>				Sberbank 4,8	GarantiBank 2,6 Turkiye Sinai Kalkinma Bank 4,3 IS Reit 2,9 Emlak 3,4 Sinpas Gayrimenkul 2,2	20,2	27,0
<b>Informationsteknologi</b>						0,0	0,5
<b>Telekommunikation</b>				MTS 4,8		4,8	6,7
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	10,0
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	3,6	0,0	2,3	53,6	40,5	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	6,5	5,9	29,2	58,4	0,0	-	100,0

\*Benchmark består af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Østeuropas aktiebeholdning.

## Resultatopgørelse

### Østeuropa

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	80	601
2 Udbytter	16.091	11.977
I alt renter og udbytter	16.171	12.578
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	178.972	473.718
Handelsomkostninger	-5.181	-5.686
I alt kursgevinster og -tab	173.791	468.032
<b>I alt indtægter</b>	<b>189.962</b>	<b>480.610</b>
4 Administrationsomkostninger	-12.260	-12.481
<b>Resultat før skat</b>	<b>177.702</b>	<b>468.129</b>
5 Skat	-2.136	-1.875
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>175.566</b>	<b>466.254</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	530	-228
Overført fra sidste år	-	660
I alt formuebevægelser	530	432
<b>Til disposition</b>	<b>176.096</b>	<b>466.686</b>
6 Til rådighed for udlodning	2.101	0
Foreslået udlodning (1,00 kr. pr. andel)	1.759	0
Overført til udlodning næste år	342	0
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>173.995</b>	<b>466.686</b>

## Balance

### Østeuropa

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	16.403	22.105
I alt likvide midler	16.403	22.105
<b>7 Kapitalandele</b>		
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	-	26.325
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	483.897	818.620
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	6.990
I alt kapitalandele	483.897	851.935
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	969	4.553
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	145	-
I alt andre aktiver	1.114	4.553
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>501.414</b>	<b>878.593</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	500.423	862.260
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	991	1.538
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	-	14.795
I alt anden gæld	991	16.333
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>501.414</b>	<b>878.593</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Østeuropa

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	80	37
Indestående i andre pengeinstitutter	-	564
I alt renter	80	601

<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.091	11.977
I alt udbytter	16.091	11.977

<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Unoterede aktier fra danske selskaber	-3.038	-5.991
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	180.924	481.506
Unoterede aktier fra udenlandske selskaber	1.086	-1.797
I alt kursgevinster og -tab	178.972	473.718

Bruttohandelsomkostninger	-9.756	-7.870
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4.575	2.184
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-5.181	-5.686

**I alt kursgevinster og -tab** **173.791** **468.032**

<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	806	786
Fast administrationshonorar	1.476	1.512
Fast rådgivningshonorar	9.591	9.831
Øvrige omkostninger	37	57
I alt afdelingsdirekte omkostninger	11.910	12.186

<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	101	109
Honorar til revisorer	38	53
Andre honorarer til revisorer	14	6
Øvrige omkostninger	197	127
I alt andel af fællesomkostninger	350	295

**I alt administrationsomkostninger** **12.260** **12.481**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		

Revisionshonorar	559	516
heraf udgjorde andelen til andet end revision	147	53

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

**NOTE 5**  
**Skat**  
Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.

<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	16.171	12.578
Ikke refunderbar udbytteskat	-2.136	-1.875
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende - udbytte	-204	495
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-12.260	-12.481
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	530	-228
Udlodning overført fra sidste år	-	660
I alt til rådighed for udlodning	2.101	-851

Heraf:		
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	-	851
Foreslået udlodning	1.759	-
Overført til udlodning næste år	342	-
	2.101	0

Udbyttet på 1,00 kr. pr. andel fordeles med 0,99 kr. som aktieindkomst og 0,01 kr. som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udlodningen i den skattepligtige indkomst.

Afdelingen har et fremførbart tab på aktier på kr. 148 mio.



## Noter til balance

### Østeuropa

	2010	2009
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 52 i årsrapporten.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	96,1%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	3,9%
<b>Unoterede finansielle instrumenter:</b>		
- Baltic Property Trust Secura	-	3,1%
- East Capital Explorer Financial Fund	-	0,8%
	<b>2010</b>	<b>2009</b>
	<b>Cirk. andele Formueværdi</b>	<b>Cirk. andele Formueværdi</b>
	<b>nom. 1.000 kr.</b>	<b>nom. 1.000 kr.</b>
<b>NOTE 8</b>		
<b>Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue (primo)	393.633	612.345
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	0	-9.130
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning	0	649
Emissioner i året	10.235	49.692
Indløsninger i året	-228.006	-261.300
Emissionstillæg	154	310
Indløsningsfradrag	4.585	3.438
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året	-530	228
Overført til udlodning fra sidste år	0	-660
Overført til udlodning næste år	342	0
Foreslået udlodning	1.759	0
Overført fra resultatopgørelsen	173.995	466.686
I alt medlemmernes formue	175.862	862.260

## Supplerende noteoplysninger til årsrapporten

### Østeuropa

	2010	2009	2008	2007	2006
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	349.203	374.413	723.588	1.131.334	763.600
Kursværdi af salg af værdipapirer	892.525	592.929	647.640	1.151.732	985.826
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	1.241.728	967.342	1.371.228	2.283.066	1.749.426

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,42	0,44	0,04	0,34	0,31
--	------	------	------	------	------

**ÅOP = 2,9%**. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 15 og 16 (tabel med Sharpe Ratio).

## Carnegie WorldWide/Asien

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Afkastet i 2010

Afdelingen gav et afkast i 2010 på 22,7% mod sammenligningsindekset, som steg 28,1%. Det absolutte afkast var i den øvre ende af vores forventninger ved indgangen til året, mens det relative afkast for 2010 er under vores forventninger og må betegnes som mindre tilfredsstillende.

Hvor 2009 var præget af en periode med særdeles ekspansiv økonomisk politik i regionen for at afbøde de værste virkninger fra den globale finanskrisen, var 2010 præget af opstramninger eller tilbagetrækning af de ekspansive tiltag. Specielt opstramningerne i Kina har påvirket aktiemarkeder. De kinesiske aktier har generelt klaret sig dårligere end de andre aktiemarkeder i regionen. Filippinerne, Indonesien og Thailand var de bedste tre aktiemarkeder i 2010.

Investeringskonceptet blev lagt om i efteråret 2010, se mere under afsnittet ”Investeringerne i 2010”. En af forklaringerne på det lavere relative afkast er, at afdelingen lå med en del likviditet under denne omlægning i efteråret, og i samme periode steg markedet en del. En anden faktor var, at investorerne i 4. kvartal solgte ud af de aktiemarkeder, der de forgangne 12 måneder havde gjort det bedst og samtidig købte op i markeder, der tidligere har gjort det dårligst. Dette medførte et kapitalflow fra Indien og ASEAN-landene mod Taiwan og Korea. Udover den lavere værdifastsættelse i Nordasien har en tro på bedre økonomiske udsigter globalt været med til at forstærke denne kapitalbevægelse. Taiwan og Korea er væsentligt mere afhængige af den globale økonomi end landene i ASEAN og Indien. Vi har haft en overvægt i de lande, der primært nyder godt af den indenlandske vækst og har haft en undervægt i Taiwan og Korea, hvilket har påvirket det relative afkast negativt i 4. kvartal.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2010.

Afdelingen er pr. 31. januar 2011 blevet optaget til notering på Nasdaq OMX Copenhagen. Herudover er der ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Investeringerne i 2010

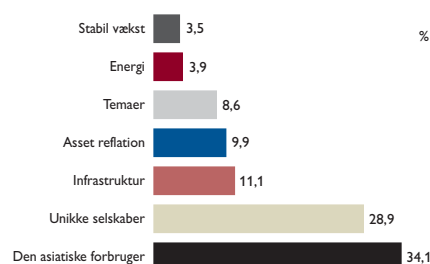
I efteråret 2010 blev investeringsprocessen ændret og antallet af aktier i porteføljen blev øget fra ca. 30 til ca. 65 aktier. Fremover forventer vi, at antallet af aktier vil ligge mellem 40 og 70. Investeringerne er bygget op om en række investeringstemaer, hvor de vigtigste er ”Den asiatiske forbruger” og ”Infrastruktur”. Antallet af mid-cap selskaber er samtidig øget efter implementeringen af den nye investeringsproces. En af årsagerne er, at der efter vores mening er bedre muligheder for at nyde godt af den asiatiske væksthistorie i dette segment. Efter de store omlægninger som følge af den ændrede investeringsproces er investeringsfokus på forbrug generelt øget. Vægten i Kina, Taiwan og Korea er øget på bekostning af specielt Indien og Indonesien.

### Afdelingens investeringsstrategi

Afdelingens investeringsfilosofi fokuserer på udvælgelse af en koncentreret portefølje af 40-70 aktier. For bedre at kunne udnytte mulighederne i mindre selskaber investerer vi ofte i flere forskellige aktier inden for samme investeringstema. De enkelte selskaber i afdelingen er udvalgt ud fra deres fundamentale eksponering til de underliggende strukturelle forhold, der driver væksten i Asien.

Afdelingen investerer bredt i Asien eksklusivt Japan og om nødvendigt i selskaber uden for Asien, hvor et væsentligt bidrag af indtjeningen er afledt fra de asiatiske økonomier. Vi søger generelt efter investeringer på tværs uden geografiske såvel som sektormæssige begrænsninger, og sammensætningen af porteføljen kan divergere markant fra benchmark. Udgangspunktet for søgeprocessen af selskaber er et mindre antal investeringstemaer, som udspringer af den strukturelle vækst i Asien, og som har et risikokorrigeret vækstpotentiale, som er væsentligt højere end den gennemsnitlige vækst i regionen.

## Temaoversigt pr. 31. 12. 2010



## Afdelingens portefølje ved indgangen til 2011

Porteføljen er opbygget om et mindre antal investeringstemaer, hvor det fortsat er infrastrukturudbygningen og den asiatiske forbruger, som er de vigtigste temaer. Vi er fortsat positive over for disse temaer, fordi de asiatiske økonomier er tvunget til at udbygge infrastrukturen for at sikre den høje vækst fremover. Ligeledes er der et stort potentiale i Asien inden for en lang række varige forbrugsgoder, især hvad angår de mere folkerige nationer som Kina, Indien, Indonesien og Filippinerne. Afdelingen har derfor en stor eksponering mod disse temaer, og vi venter ikke nogen væsentlig ændring af dette.

Porteføljen er overvægtet i Indien, Kina og ASEAN-landene. Vækstudsigterne i disse lande er i langt højere grad indenlandsk drevet med forbrug og investeringer som de væsentligste drivkræfter. Lande som Korea, Taiwan, Singapore og Hong Kong er i højere grad eksponeret mod den globale økonomiske vækst. En bedring af de globale økonomiske udsigter kan få os til at øge vægten i sidstnævnte lande, men umiddelbart venter vi at opretholde en overvægt i lande, sektorer og selskaber, som er drevet af indenlandsk efterspørgsel.

## Forventninger

Vi tror, at afdeling Asien også i 2011 vil kunne levere et positivt afkast på linje med eller højere end verdensindekset. Dette bygger på, at de fundamentale forhold for de fleste virksomheder såsom vækst, indtjeningsevne samt soliditet fortsat er gunstige. Desuden er prissætningen generelt fornuftig på tværs af regionen, når man sammenligner med historiske niveauer og sammenligner i et internationalt perspektiv. Enkelte områder er dog dyrt prissat, hvorfor vi forsøger at undgå disse områder. Vi forventer dog, at de asiatiske markeder også i 2011 kan blive præget af store udsving. En af årsagerne hertil er, at inflationen er begyndt at stige. Dette sandsynliggør, at vi fortsat vil se pengepolitiske opstramninger i 2011, hvilket kan påvirke markederne negativt.

Vi fastholder vores positive syn på Asiens langsigtede strukturelle vækstmuligheder, dels fordi en række grundlæggende faktorer ikke umiddelbart er ændret af den nuværende krise – herunder regionens positive demografi, professionalismen i de asiatiske virksomheder, ændring i forbrugsmønstre osv. Også de relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at den kapital- og infrastrukturudbygning, som er påbegyndt, vil fortsætte. Derudover vil udviklingen af et moderne Asien sandsynligvis strække sig over flere årtier, såfremt geopolitiske stridigheder, naturkatastrofer og dødelige epidemier kan undgås.

## Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen. Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi. Det anbefales, at kun en mindre del af ens samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Investor skal være opmærksom på, at investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. Carnegie WorldWide/Globale Aktier. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen egentlig politik for styring af risiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyring består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

## Aktieporteføljen pr. 31.12.2010

	Kina & Hong Kong	MTIF**	Korea	Taiwan	Indien	Singapore	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Yanzhou Coal Mining 1,2 Fushan Intl. Energy 1,1	Bumi Resources 1,6					3,9	8,2
<b>Råvarer</b>	China National Building 1,2 G-Resources 1,2 Real Gold Mining 1,2	Indocement Tunggal 1,1 Siam Cement 1,1	LG Chem 2,2 Posco 2,2		Asian Paints 2,7 Ess Dee Aluminium 0,9		13,8	8,2
<b>Industri og service</b>	Air China 1,0 China Intl Marine 1,2 Weichai Power 1,4	Top Glove 1,2		St. Shine Optical 1,3	Crompton Greaves 1,2	Cosco 1,1	8,4	11,0
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Dongfeng Motor 1,5 Haier Electronics 1,4 Skyworth Digital 1,2	Genting Berhad 2,1	Hyundai Mobis 1,4 Hyundai Motor 1,8 Kia Motors 1,7		Tata Motors 1,8		12,9	8,4
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	China Yurun Food 1,1 Vinda Intl. 1,2	Kuala Lumpur Kepong 1,7					4,0	4,7
<b>Medicinal</b>							0,0	0,8
<b>Finans</b>	Bank of China 4,0 Cheung Kong 2,0 China Construction Bank 3,1 China Overseas Land 1,8 AIA Group 1,3 Hang Lung Property 2,0 First Pacific 1,4 Standard Chartered 2,1 Poly Hong Kong 1,8	Bank Tabungan Negara 0,7 Kasikornbank 1,0 Megaworld 1,1 SM Investments 1,6 Filinvest Land 1,2 Siam Commercial Bank 1,1	Daegu Bank 1,5		ICICI Bank 2,1 HDFC 3,1 Rural Electrification 1,0		33,9	31,6
<b>Informations-teknologi</b>	AAC Acoustic 1,2 Vtech 1,3 Tencent 1,0		Samsung Electronics 6,2	Synnex Technology 1,2 TSMC 3,5 Largan Precision 1,1 Wintek 1,0 WPG 1,5	Infosys Technologies 1,7		19,7	18,0
<b>Telekommunikation</b>	China Mobile 2,0						2,0	5,8
<b>Koncessioneret service</b>		Perusahaan Gas Negara 1,4					1,4	3,3
<b>Total</b>	40,9	16,9	17,0	9,6	14,5	1,1	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	35,8	10,3	19,5	16,2	11,3	6,9	-	100,0

\*Benchmark er MSCI Asien ekskl. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK.

\*\*Malaysia, Thailand, Indonesien, Filippinerne.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Asiens aktiebeholdning.

## Resultatopgørelse

### Asien

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	55	178
2 Udbytter	13.688	17.316
I alt renter og udbytter	13.743	17.494
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	151.232	329.228
Handelsomkostninger	-9.375	-4.545
I alt kursgevinster og -tab	141.857	324.683
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>155.600</b>	<b>342.177</b>
4 Administrationsomkostninger	-13.088	-13.914
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>142.512</b>	<b>328.263</b>
5 Skat	-1.081	-1.515
<b>Årets nettoresultat</b>		
	<b>141.431</b>	<b>326.748</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-678	-3.651
Overført fra sidste år	6.663	8.223
I alt formuebevægelser	5.985	4.572
<b>Til disposition</b>		
	<b>147.416</b>	<b>331.320</b>
6 Til rådighed for udlodning	5.397	6.663
Foreslået udlodning (0,00 kr. pr. andel)	-	-
Overført til udlodning næste år	5.397	6.663
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>		
	<b>142.019</b>	<b>324.657</b>

## Balance

### Asien

NOTE	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	4.714	5.799
I alt likvide midler	4.714	5.799
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	720.334	676.902
I alt kapitalandele	720.334	676.902
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	248	8
I alt andre aktiver	248	8
<b>AKTIVER I ALT</b>		
	<b>725.296</b>	<b>682.709</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	723.947	681.382
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.349	1.327
I alt anden gæld	1.349	1.327
<b>PASSIVER I ALT</b>		
	<b>725.296</b>	<b>682.709</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Asien

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	55	41
Indestående i andre pengeinstitutter	-	137
I alt renter	55	178

<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.688	17.316
I alt udbytter	13.688	17.316

<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	151.232	329.228
I alt kursgevinster og -tab	151.232	329.228

Bruttohandelsomkostninger	-10.322	-6.554
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	947	2.009
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-9.375	-4.545

**I alt kursgevinster og -tab** **141.857** **324.683**

<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	624	712
Fast administrationshonorar	1.396	1.475
Fast rådgivningshonorar	10.817	11.433
Øvrige omkostninger	57	83
I alt afdelingsdirekte omkostninger	12.894	13.703

<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	96	106
Honorar til revisorer	37	50
Andre honorarer til revisorer	13	6
Øvrige omkostninger	48	49
I alt andel af fællesomkostninger	194	211

**I alt administrationsomkostninger** **13.088** **13.914**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	559	516
heraf udgjorde andelen til andet end revision	147	53

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,55% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

## NOTE 5

### Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2010 1.000 kr.	2009 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

## NOTE 6

### Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	13.743	17.494
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.081	-1.515
Kursgevinst på valutakonti til udlodning	-166	-
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytte	4	26
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-13.088	-13.914
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-678	-3.651
Udlodning overført fra sidste år	6.663	8.223
I alt til rådighed for udlodning	5.397	6.663

Heraf:

Forslået udlodning	-	-
Overført til udlodning næste år	5.397	6.663
	5.397	6.663

Da beløbet til rådighed for udlodning pr. andel er under 1,00 overføres hele beløbet til udlodning til næste år.

Afdelingen har et fremførbart tab på aktier på kr. 66 mio.



## Noter til balance

### Asien

	2010	2009
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
	<b>Afdelingens fordeling på:</b>	
	Børsnoterede finansielle instrumenter	100% 100%
	Unoterede finansielle instrumenter	0% 0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 58 i årsrapporten.

	2010		2009	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	745.480	681.382	1.169.682	675.084
Emissioner i året	14.386	15.339	75.737	58.443
Indløsninger i året	-114.517	-115.108	-499.939	-380.842
Emissionstillæg		108		446
Indløsningsfradrag		795		1.503
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		678		3.651
Overført til udlodning fra sidste år		-6.663		-8.223
Overført til udlodning næste år		5.397		6.663
Overført fra resultatopgørelsen		142.019		324.657
I alt medlemmernes formue	645.349	723.947	745.480	681.382

## Supplerende noteoplysninger til årsrapporten

### Asien

	2010	2009	2008	2007
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	595.716	337.332	488.044	1.702.427
Kursværdi af salg af værdipapirer	699.820	653.255	399.335	612.246
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	1.295.536	990.587	887.379	2.314.673

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b>	0,83	0,37	0,26	0,39
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)				

**ÅOP = 3,7%**. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 15 og 16 (tabel med Sharpe Ratio).

## Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver

### Bestyrelsen

Ifølge foreningens vedtægter skal bestyrelsen bestå af 3-5 personer, og et medlem kan sidde i bestyrelsen til og med det år, hvor medlemmet fylder 70 år. Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Hvis flere medlemmer har fungeret lige længe, bestemmes afgangen ved lodtrækning. Der er ingen grænser for antal valgperioder, et medlem kan sidde i bestyrelsen. Bestyrelsen består af personer med relevante kompetencer og erfaring, og det er bestyrelsens holdning, at en årlig vurdering af indsatsen er et bedre udgangspunkt for en stillingstagen til bestyrelsesmedlemmernes fortsatte virke, end en begrænsning i antal perioder for genvalg. Bestyrelsen lægger vægt på, at der er en god kontinuitet i bestyrelsesarbejdet, og at bestyrelsen besidder en lang erfaring både med investeringsarbejde og med den specifikke lovgivning for investeringsforeninger.

Foreningens bestyrelse består i dag af fem personer, og den foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning og vurderer, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer, og om samarbejdet internt i bestyrelsen fungerer tilfredsstillende. Bestyrelsen vurderer ligeledes samarbejdet med foreningens formueforvaltere.

Bestyrelsen evaluerer ligeledes de enkelte medlemmers varetagelse af andre hverv i relation til de ressourcer, der kræves til bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsen har ikke opstillet faste retningslinjer for antallet af andre ledelseshverv, idet der i højere grad fokuseres på det enkelte medlems input, kompetencer og kapacitet. I den årlige evaluering diskuterer bestyrelsen primært samarbejdet, og om medlemmerne yder den forventede indsats.

Karsten Kielland er i dag det medlem, der har flest øvrige ledelseshverv. Disse hverv er en del af hans virke som forretningsadvokat. Det er bestyrelsens holdning, at hans lange og omfattende erfaring med bestyrelsesarbejde er af stor værdi for foreningen.

Der er i regnskabet afsat en samlet aflønning af foreningens bestyrelse for 2010 på 975.000 kr. Dette beløb er fordelt på de enkelte afdelinger pro rata efter afdelingerne størrelse. Beløbet er uforandret i forhold til 2009. Foreningen har ingen pensionsforpligtelser over for bestyrelsen, og bestyrelsen er heller ikke tildelt nogen incitamentsprogrammer.

### Bestyrelsesmedlemmer

#### Karsten Kielland (formand)



Alder: 55 år.

Advokat, Accura Advokataktieselskab

Indtrådt i bestyrelsen: 1997

Genvalgt i 2009

Valgperioden udløber i 2014

Bestyrelsesmedlem i:

AS Solution A/S (formand)

Automotive Management Services FZE

Baden-Jensen A/S (formand)

Bekkevold Klinikken A/S

Buch & Holm A/S

Bukkehave Corporation A/S

Dansk Psykologisk Forlag A/S

Dansk Psykologisk Forlag Holding A/S

Engelbrechts Furniture A/S

Etronic A/S

Fomaco A/S (formand)

GM Medical A/S (formand)

Grafic Solution Team A/S (formand)

Haar Holdings A/S (formand)

LK Gruppen A/S (formand)

Medi-Star, Galenisk-Teknisk Laboratorium A/S

NGI A/S (formand)

No Lemon Holding A/S

O.K. Kenvig A/S

REWWS A/S (formand)

Samsøe & Samsøe Holding A/S

Ørslev Gruppe- og Specialrejser A/S (formand)

Ørslev Turisttrafik, Aktieselskabet (formand)

**Jutta af Rosenberg**



Alder: 52 år.  
 Indtrådt i bestyrelsen: 2006  
 Har ikke været på valg  
 Valgperioden udløber i 2011

Bestyrelsesmedlem i:  
 Auriga Industries A/S

**Jens Christian Lorenzen**



Alder: 67 år.  
 Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
 Genvalgt i 2008  
 Valgperioden udløber i 2013

Bestyrelsesmedlem i:  
 Carl Ejler Rasmussen & Co. A/S  
 Expert Danmark A/S  
 Helene Lorenzen A/S  
 IDdesign A/S  
 Take-Care A/S  
 Travellersshop A/S  
 Vilh. Nellesmann Handelsselskab A/S (formand)

**Jens Ole Jensen**



Alder: 60 år.  
 Underdirektør, Auriga  
 Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
 Genvalgt i 2007  
 Valgperioden udløber i 2012

Bestyrelsesmedlem i:  
 Auriga Ejendomme A/S  
 Baden-Jensen A/S  
 Baden-Jensen Ejendomme A/S

**Jens Høiberg**



Alder: 59 år.  
 Indtrådt i bestyrelsen: 1994  
 Genvalgt i 2010  
 Valgperioden udløber i 2015

Bestyrelsesmedlem i:  
 Farfalla Shipping Management Ltd.  
 Mediterranean Bond Fund Ltd.

## Direktion

(Investeringsforvaltningsselskab)



Carnegie Asset Administration A/S

Direktion: **Tim Kristiansen**

Alder 43 år.

Ansæt siden 2004.

Ingen andre ledelseshverv

## Investeringsrådgiver



Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Direktion: **Mikael Randel**

Alder: 68 år.

Ansæt siden 1986.



---

Noter





## **INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE**

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Telefon +45 35 46 35 46 · Telefax +45 35 46 36 00 · [www.cww.dk](http://www.cww.dk)  
Reg. nr. FT 11057 · CVR-nr. 14 21 13 49

---