



37) NASDAQ	4070.59
35) DOW	11252.84
39) WILSH	14158.51



Investeringsforeningen Danske Invest Select

# HALVÅRSRAPPORT 2011

Investeringsforeningen  
Danske Invest Select  
CVR-nr. 18 53 61 02  
Parallelvej 17  
2800 Kongens Lyngby  
Telefon 33 33 71 71  
Telefax 33 15 71 71  
www.danskeinvest.dk  
danskeinvest@danskeinvest.com

**Bestyrelse**  
Advokat Jørn Ankær Thomsen, formand  
Direktør Agnete Raaschou-Nielsen, næstformand  
Adm. direktør Lars Fournais  
Direktør Birgitte Brinch Madsen  
Direktør Walther V. Paulsen  
Direktør Jens Peter Toft

**Direktion**  
Danske Invest Management A/S:  
Adm. direktør Thomas Mitchell  
Vicedirektør Finn Kjærgård

**Revision**  
Grant Thornton, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab samt  
KPMG, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

**Depotbank**  
Danske Bank

**Layout og produktion**  
Lotte Skov Christiansen og BEYER Design

## HALVÅRSMEDDELELSE FOR INVESTERINGSFORENINGEN DANSKE INVEST SELECT

### HALVÅRSMEDDELELSE 2011

#### AFKAST

Første halvdel af 2011 har helt generelt været et svagt halvår for aktier. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, men til gengæld trak katastrofen i Japan, de svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret og gældsproblemerne i Sydeuropa i den modsatte retning.

Især aktierne i Japan og på de nye markeder oplevede fald, mens europæiske aktier gav et beskedent positivt afkast.

Afkastene i Danske Invest Selects aktieafdelinger varierer fra -5,24 i afdeling Emerging Markets til 5,36 pct. i afdeling USA Low Volatility Accumulating.

Blandt obligationsafdelingerne klarede afdeling Emerging Markets Debt sig bedst med et afkast på 4,48 pct. I den modsatte ende af skalaen ligger afdeling Flexinvest Danske Obligationer med et negativt afkast på 0,52 pct.

Læs mere om udviklingen i de enkelte afdelinger under hver afdelings beretning.

#### NETTOSALG AF BEVISER

Det samlede nettosalg af beviser i Investeringsforeningen Danske Invest Select udgjorde i første halvår af 2011 5,7 mia. kroner. Det største nysalg var i afdeling Danske Invest Flexinvest Aktier, hvor investorerne købte beviser for 2,2 mia. kroner, mens det største tilbagesalg var i afdeling Danske Invest Global High Yield Bonds, hvor investorerne tilbagesolgte beviser for 2,6 mia. kroner.

Investeringsforeningen Danske Invest Selects formue udgjorde pr. 30. juni 2011 68,6 mia. kroner mod en formue på 64,7 mia. kroner ved årsskiftet.

Foreningen er en del af Danske Invest-gruppen, der samlet pr. 30. juni 2011 forvaltede en formue på 243,4 mia. kroner.

#### ÆNDRINGER OG NYHEDER

##### NY LOVGIVNING

Sidst i april blev den nye lov om investeringsforeninger m.v. vedtaget. Med den omsættes UCITS IV-direktivet til dansk lovgivning. Direktivet er en opdatering og udvidelse af det fælleseuropæiske regelsæt for det, der

#### ACONTOUDBYTTER

Den 6. oktober udbetaler en række afdelinger under Investeringsforeningen DI Select acontoudbytter.

AFDELINGER DER FUSIONERER	FORTSÆTTENDE AFDELING	UDBYTTE I KR. PR. STK.
Kommuner 4 Kommuner 5	Kommuner 4	1,50
	Flexinvest Fonde (ikke omfattet af fusion)	1,75
	Flexinvest - Lange Obligationer (ikke omfattet af fusion)	1,25
	Kommuner Europæiske Obligationer (ikke omfattet af fusion)	1,75

i Danmark hedder investeringsforeninger. Loven gælder fra 1. juli 2011 og rummer en række nyskabelser, som blandt andet sigter på at forøge de internationale konkurrencemuligheder på området.

### Central investorinformation

En synlig effekt af den nye lov vil være introduktionen af central investorinformation, som er et dokument, som skal gøre det nemmere for investorer at sammenligne investeringsforeninger og -afdelinger – ikke kun inden for landegrænserne, men også på tværs af dem.

Dokumentet er fuldt standardiseret. Det betyder, at det skal udarbejdes på samme måde i alle EU-lande.

### Enkel og overskuelig risikoskala

Et nøgleelement i central investorinformation er en enkel risikoskala, hvor hver enkelt afdeling skal indplaceres.

Den nye risikoskala går fra 1-7, hvor en kursstabil afdeling får et 1-tal, mens et 7-tal indikerer, at afdelingen svinger betydeligt fra år til år – men omvendt også inde-

bærer bedre afkastmuligheder på langt sigt end afdelinger i den anden ende af skalaen.

Investeringsforeningerne har pligt til at følge risikoen uge for uge. Hvis tallene viser, at en afdeling skal flyttes på indikatoren, skal foreningen udarbejde et opdateret dokument til investorer og rådgivere.

### Let at læse – let at få fat i

Dokumentet er kun på to sider, så det er nemt at overskue. Hertil kommer et krav om, at teksten skal være til at forstå for de fleste. Dokumenterne for de enkelte afdelinger er tilgængelige på vores hjemmeside.

### NYE AFDELINGER

I løbet af første halvår 2011 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest Select fire nye afdelinger:

- Global Allocation
- Global ESG – Accumulating
- GEM Solution
- FX

AFDELINGER DER FUSIONERER I INVESTERINGSFORENINGEN DANSKE INVEST SELECT	FORTSÆTTENDE AFDELING	SKATTE-STATUS FOR FUSIONEN	ANTAL UDBYTTETEBALINGER OM ÅRET
Emerging Markets Debt	Danske Invest Nye Markeder Obligationer*	Skattefri	1
Kommuner 4 Kommuner 5	Kommuner 4	Skattefri	2
Flexinvest Danske Obligationer Flexinvest Danske Obligationer 2	Flexinvest Danske Obligationer	Skattefri	2
Flexinvest Korte Obligationer Flexinvest Korte Obligationer 2	Flexinvest Korte Obligationer	Skattefri	2

\* Hjemmehørende i søsterforeningen Investeringsforeningen Danske Invest.

## NAVNEÆNDRINGER

På forårets generalforsamlinger blev der vedtaget en række navneændringer, som fremgår af skemaet nedenfor.

NAVNEÆNDRINGER	
Nuværende navn	Kommende navn
Global Allocation	Global Equity Solution
Europe Low Volatility - Accumulating	Europe Low Volatility - Accumulating KL
Global ESG - Accumulating	Global ESG - Accumulating KL
USA Low Volatility - Accumulating	USA Low Volatility - Accumulating KL

## FUSIONER

På den ordinære generalforsamling den 12. april 2011 og en ekstraordinær generalforsamling den 30. maj 2011 blev det besluttet, at en række afdelinger skal fusionere.

Fusionerne skal godkendes af Finanstilsynet, hvilket forventes at ske sidst på sommeren 2011. Fusionerne forventes at blive gennemført i løbet af aug./sep. 2011.

I skemaet på side 3 findes en oversigt over de afdelinger, der fusioneres.

Baggrunden for fusionerne er blandt andet, at vi ønsker at forenkle produktpaletten, så afdelinger med investeringsområder, der ligger tæt på hinanden, lægges sammen. Herudover er formuen i nogle af afdelingerne blevet uhensigtsmæssig lille i forhold til at sikre en omkostningseffektiv risikospredning i afdelingerne.

Endvidere er afdeling Europe Low Volatility under afvikling som følge af for lille en formue. Beslutningen er truffet på de to generalforsamlinger i foråret og afventer ligesom fusionerne Finanstilsynets godkendelse. Den ventes i løbet af eftersommeren, så lukningen kan gennemføres nogenlunde samtidig med fusionerne.

## Andelsklasser

I 2009 blev lovgivningen ændret, således at det blev muligt med udgangspunkt i en given afdelings værdipapirportefølje at skabe andelsklasser, som varierer på visse nærmere angivne områder. Det giver f.eks. mulighed for at sælge en afdelings andelsklasser på forskellige geografiske markeder, således at de tager udgangspunkt i samme værdipapirportefølje, men hvor der sker tilpasning af andre forhold til de lokale ønsker, eksempelvis udstedelsesvaluta.

På de to generalforsamlinger i foråret blev der truffet beslutning om, at afdelinger i Investeringsforeningen Danske Invest Select fremover kan etablere andelsklasser.

## INVESTERINGSMARKEDERNE

### ØKONOMI

Det globale økonomiske opsving fortsatte ind i 2011. Den primære overraskelse i starten af året var styrken i amerikansk og europæisk økonomi. Erhvervstilliden steg til nye højder, og opsvinget spredte sig til arbejdsmarkedet med tiltagende jobskabelse og faldende arbejdsløshed. Kina førte an blandt udviklingsøkonomierne og igangsatte allerede i efteråret 2010 en strammingskampagne for at forhindre en overophedning og potentiel boligboble. Den Europæiske Centralbank (ECB) overraskede de fleste ved at hæve renten i april og dermed starte normaliseringen af pengepolitikken som den første af de store centralbanker. Omkring marts blev global økonomi ramt af stærkt stigende oliepriser og jordskælvskatastrofen i Japan. De stigende oliepriser reducerede forbrugernes disponible indkomst, og jordskælvet i Japan fik global betydning i form af forstyrrelser i den globale industrielle forsyningskæde. Således begyndte væksten at aftage, og hen mod slutningen af kvartalet opstod der ny usikkerhed i Europa drevet af bekymringer for Grækenlands statsgæld og en deraf afledt ny bankkrise. Oveni kom usikkerheden om den amerikanske statsgæld og den meget vanskelige indenrigspolitiske situation omkring forøgelsen af gældsloftet. Ved udgangen af halvåret er usikkerheden om det globale opsving således atter taget kraftigt til.

## Forventninger

Afmatningen i den globale vækst var delvis ventet, idet den globale økonomi er vokset pænt over sit langsigtede potentiale. Men olieprisstigninger og jordskælvet i Japan samt usikkerheden om Grækenland har forårsaget en skarpere afmatning, end vi har ventet. Situationen i Europa er nu af afgørende betydning for udsigterne for det globale opsving. Vi risikerer, at en ny global finansiel krise sættes igang drevet af problemerne i Europa og usikkerheden om den amerikanske statsgæld. Det vil være af afgørende betydning for opsvinget. Vi vurderer dog, at de politiske beslutningstagere vil gå meget langt for at sikre stabiliteten i det europæiske og globale finansielle system, hvorfor vi holder fast i vores forventning om fortsat vækst i global økonomi. Forstyrrelserne i Japan er så småt ved at aftage og de globale forsyningskæder ved at normaliseres. Samtidig er oliepriserne faldet, hvilket er godt nyt for amerikanske og europæiske forbrugere. Endeligt er specielt den amerikanske banksektor igen i stand til at støtte opsvinget i form af fornyet kreditgivning. Vi vurderer, at regeringen i Kina har opnået den afmatning i aktiviteten, man ønsker, hvorfor vi mener, at den kinesiske opstrammingskampagne er ved vejs ende i denne omgang. Vi venter således moderat tiltagende vækst i global økonomi, men det kræver, at Europa forhindrer en ny global finansiel krise.

## OBLIGATIONER

I første halvår har obligationsmarkederne især haft fokus på væksten og på gældsproblemerne i de sydeuropæiske lande. Året begyndte med en pæn økonomisk vækst i både USA og Europa. En undtagelse var dog de sydeuropæiske lande, hvor væksten er presset af de store finanspakker, der skal reducerer budgetunderskuddet. Da inflationen samtidigt steg, drevet af råvarepriser, fik det generelt renten til at stige frem til april. Medvirkende til rentestigningen var også ECB's beslutning om at stramme pengepolitikken. Opbremsningen i global vækst, kombineret med fornyede problemer i Grækenland fik renten i USA og Nordeuropa til at falde markant i løbet af andet kvartal. I Sydeuropa var der derimod betydelige rentestigninger. Danske obligationer betragtes i den sammenhæng som sikre, og derfor faldt renten

også i Danmark i andet kvartal. Realkreditobligationer klarede sig i første kvartal bedre end statsobligationer, fordi de korte renter steg mere end de lange. De fallende renter siden april og Moody's ændrede syn på sikkerheden i danske realkreditobligationer pressede dog realkreditobligationer, så afkastet blev på niveau på med statsobligationer for halvåret som helhed. Den stigende inflation betød generelt, at forventningerne til fremtidig inflation også steg, og derfor gav inflationsindekserede obligationer et bedre afkast end almindelige obligationer.

## Forventninger

Vi forventer, at en række centralbanker vil stramme pengepolitikken og at blandt andet ECB formentlig vil forhøje renten til 1,75-2,00 pct. ved årets udgang. Derimod forventer vi ikke, at renten bliver forhøjet i hverken USA eller Storbritannien. Den amerikanske centralbank har gennem første del af 2011 opkøbt store mængder af amerikanske statsobligationer, men dette program stopper ultimo juni, hvilket kan få obligationsrenten til at stige på kort sigt. Det samme kan ske ved en løsning af Grækenlands gældsproblemer. Den svagere økonomiske udvikling peger dog på en lavere obligationsrente, og renten kan falde yderligere i løbet af sommeren. Vi forventer dog, at renten vil ligge på et højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at gøre det bedre end danske statsobligationer i dette rentestigningsscenarie. Vi har også et positivt syn på inflationsindekserede obligationer. Markedet har erkendt, at inflationen i 2011 ender i niveauet 3 pct., men i 2012 forventer markedet, at inflationen igen kommer under 2 pct. Den fortsatte stigning i efterspørgslen efter fødevarer fra bl.a. Kina betyder, at vi betragter det som mere sandsynligt, at inflationen igen i 2012 bliver over 2 pct.

## VALUTA

Den meget lempelige monetære politik i USA og renteforhøjelsen i Europa svækkede USD i første halvdel af 2011. Gældsproblemerne i Sydeuropa førte til betydelig usikkerhed omkring euroens stabilitet og styrke, og USD blev svækket mindre end forventet. Faktisk blev USD styrket i andet kvartal på grund af gældskrisen i Græ-

kenland. Vi forventer, at ECB vil fortsætte med at sætte renten op i løbet af året, hvilket vi forventer vil svække USD yderligere i andet halvår 2011.

#### **AKTIER**

Målt i danske kroner gav de globale aktiemarkeder et negativt afkast på 2,49 pct. over halvåret, men det skyldes primært, at USD blev svækket 7,39 pct. i forhold til DKK. Det var især aktierne i Japan og på de nye markeder, der trak ned med negative afkast på henholdsvis 11,79 og 6,57 pct. Amerikanske aktier tabte 1,94 pct. mens de europæiske gav et behersket positivt afkast på 1,00 pct. I lokal valuta steg amerikanske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælvet i Japan, de svagere økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret og statsgældsproblemer i Sydeuropa trak i modsat retning.

#### **Forventninger**

I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave og med baggrund i vores forventninger om, at den globale økonomiske vækst fortsætter og tiltager moderat, er der udsigt til positive aktiemarkeder i andet halvår af 2011. Statsgældsproblemerne må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med stor usikkerhed og faldende kurser.

#### **DANSKE AKTIER**

Det danske aktiemarked har i første halvår udvist en faldende tendens primært pga. uroen om den græske økonomi samt stigende usikkerhed i forbindelse med en række danske bankers refinansiering af udløbende statslån i 2012 og 2013, hvilket fortsat presser banksektoren. Det danske marked har i årets første seks måneder klaret sig dårligere end de europæiske markeder med et fald i indekset på 9,0 pct. Den væsentligste årsag til indekset er store kursfald i bankerne, der som sektor vejer tungt, samt indekstunge selskaber som A.P. Møller - Mærsk, FLS, Pandora og Vestas.

#### **Forventninger**

Det samlede danske aktiemarked er prisfastsat lidt under det langsigtede historiske gennemsnit. Vi vurderer, at det danske aktiemarked p.t. er fair prisfastsat, og at markedet bør kunne stige i takt med indtjeningen i selskaberne. Vi har fortsat moderat positive forventninger til markedet resten af året, dog vil den svigtende tillid til bankerne isoleret set fortsat præge banksektoren negativt.

#### **KREDITOBLIGATIONER**

Kreditmarkederne udviklede sig positivt i første kvartal, men faldt tilbage i andet kvartal drevet af usikkerheden om global vækst og gældssituationen i Grækenland. For halvåret som helhed blev resultatet en mindre indsnævring af kreditspændene på europæiske virksomhedsobligationer og stort set ingen ændring på de amerikanske. Kreditspændene på emerging markets-statsobligationer var meget stabile gennem halvåret og sluttede på stort set uændret niveau. Primært i kraft af et højere løbende renteafkast gav såvel virksomhedsobligationer som emerging markets-statsobligationer pæne merafkast i forhold til AAA-ratede statsobligationer med samme varighed.

#### **Forventninger**

Vores overordnede syn på kreditmarkedet er rimeligt balanceret. På den positive side kan vi konstatere, at de fundamentale forhold i virksomhederne og i emerging markets-landene står i skærende kontrast til de statsgældsproblemer, som hele den vestlige verden slås med. Desuden har vi tillid til, at der vil blive fundet en rimelig markedsvenlig løsning på de græske statsgældsproblemer. På den negative side ser vi en risiko for, at første halvårs vækstafmatning vil bide sig fast og give næring til fornyet frygt for et dobbelt dyk i verdensøkonomien. I så fald må risikopræmierne forventes at stige markant, og kreditobligationer vil klare sig dårligere end højt ratede statsobligationer.

## UDSAGN OM FORVENTNINGER

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

## RISICI SAMT RISIKOSTYRING

Som investor i investeringsforeningen får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne. Andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre gælder for begge typer af afdelinger. Herudover er der risikofaktorer, som investor selv skal tage højde for.

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

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

### Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi bedst muligt inden for de givne rammer på de mange forskellige markeder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter. Desuden har Danske Invest rådgivere placeret i udvalgte lokale markeder.

### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

### Risici knyttet til driften af foreningen

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

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

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

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

### Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Uanset hvor dygtig man måtte være med investeringerne og til at håndtere de administrative processer, så kan investor have en u hensigtsmæssig sammensætning af sine investeringsbeviser. Det kan f.eks. være investeringsbeviser, som ikke matcher den risikoprofil, investor ønsker. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Danske Invest-beviser, bør man som udgangspunkt slet ikke investere i afdelingerne med høj risiko. Og hvis man investerer over en kortere tidshorisont, er aktieafdelingerne, for de fleste investorer, sjældent velegnede.

## GENERELLE RISIKOFAKTORER

### ENKELTLANDE:

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

### EKSPONERING MOD UDLANDET:

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

### VALUTA:

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som eksempelvis kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner, hvilket yderligere kan forøge risikoen for udenlandske investeringer i forhold til tilsvarende danske.

### SELSKABSSPECIFIKKE FORHOLD:

Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likvi-



ditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier og obligationer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

#### **Herudover er der særlige risici ved obligationsafdelingerne:**

##### **OBLIGATIONSMARKEDET:**

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

##### **RENTERISIKO:**

Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger.

##### **KREDITRISIKO:**

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i erhvervsobligationer (obligationer udstedt af erhvervs-virksomheder) kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser.

#### **Herudover er der særlige risici ved aktieafdelingerne:**

##### **UDSVING PÅ AKTIEMARKEDET:**

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

##### **RISIKOVILLIG KAPITAL:**

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

#### **Herudover er der særlige risici ved blandede afdelinger:**

Blandede afdelinger er påvirket af de faktorer, der påvirker såvel aktie- som obligationsafdelingerne.

Derfor er det afgørende, at investor får defineret sin risikoprofil og sammensat sine investeringer derefter. Det sker oftest i samråd med en rådgiver.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation. Afdelingerne er opdelt i risikokategorierne høj, middel og lav efter deres relative risiko.

Risikoklassifikationen viser, hvor kursstabil den enkelte afdeling historisk har været. Den faktiske risiko kan vise sig at være anderledes end den historiske.

For en nærmere redegørelse af risici ved at investere i de enkelte Danske Invest-afdelinger henvises til de gældende prospekter for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk) under produktinformationen om den enkelte afdeling.

## REGNSKABSPRAKSIS

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2010. Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk) eller kan bestilles ved at kontakte Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

På de følgende sider findes kommentarer til udviklingen i hver enkelt afdeling samt regnskabstal.

## LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende halvårsrapport for regnskabsperioden sluttende 30. juni 2011.

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

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

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

København, den 26. august 2011

## DIREKTION

---

Danske Invest Management A/S



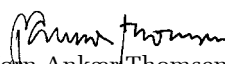
Thomas Mitchell  
adm. direktør



Finn Kjærgård  
vicedirektør

## BESTYRELSE

---



Jøvn Ankær Thomsen  
formand



Agnete Raaschou-Nielsen  
næstformand



Lars Fournais



Birgitte Brinch Madsen



Walther V. Paulsen



Jens Peter Toft

# AKTIER

Investerer globalt i aktier

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2010

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060177970

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LANDEFORDELING



USA, 31,7%
Tyskland, 22,3%
Storbritannien, 12,6%
Frankrig, 4,5%
Sverige, 4,4%
Øvrige inkl. likvide, 24,5%

Afdelingen gav i første halvår 2011 et negativ afkast på 1,17 pct. Afdelingens afkast indfrie de vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingens afkast blev negativt påvirket af vores positioner i bl.a. Cisco, der faldt 28 pct., og Bank of New York Mellon, der faldt 25 pct. efter, at de havde skuffet markedets forventninger. Nokia er faldet med 38 pct. i år og var nummer tre på listen over negative bidrag, selvom vi solgte aktien, da den var faldet 14 pct. På den positive side var Baker Hughes, BASF og japanske DeNA de største bidragsydere med stigninger på henholdsvis 18, 16 og 12 pct.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingens strategi er at finde attraktivt prisfaste selskaber med stærke brands og forretningsmodeller. Vi nyinvesterer typisk i områder, hvor kortsigtede forhold presser kurserne og åbner mulighed for langsigtede investorer som os. Vi mener generelt, at store stabile vækstaktier i lyset af den makroøkonomiske situation, ser relativt billige ud, og afdelingen har store positioner i stabile forbrugsselskaber, sundhed og it.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkedene" og "Risici samt risikostyring".

DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
117				

# AKTIER

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>11.05.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	2.668	181
Kursgevinster og tab	-2.821	-1.919
Administrationsomkostninger	-1.177	-110
Resultat før skat	-1.330	-1.848
Rente- og udbytteskat	-289	-31
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-1.619</b>	<b>-1.879</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.2010</b>
Likvide midler 1)	1.991	187
Kapitalandele 1)	160.657	132.689
Mellemværende vedr. handelsafvikling	45	315
Andre aktiver	346	78
<b>Aktiver i alt</b>	<b>163.039</b>	<b>133.269</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	162.901	133.269
Mellemværende vedr. handelsafvikling	131	0
Anden gæld	7	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>163.039</b>	<b>133.269</b>
<b>Note 1: Finansielle instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.2010</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	160.657	132.689
Øvrige finansielle instrumenter	1.991	187
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>162.648</b>	<b>132.876</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>11.05 - 30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	133.269	
Emissioner i perioden	38.302	
Indløsninger i perioden	-7.117	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	66	
Periodens resultat	-1.619	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>162.901</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	162.901	51.751
Cirkulerende kapital (t.kr.)	143.144	53.155
Indre værdi	113,80	97,36
Afkast (pct. *)	-1,17	-2,64
Omkostningspct. *)	0,76	0,86
ÅOP	2,00	2,04

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten, hvor afkastet er opgjort for perioden 11/5 - 31/12- 2010, og hvor omkostningsprocenten er omregnet til helår.

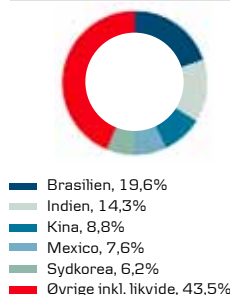
# EMERGING MARKETS

Investerer hovedsageligt i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i emerging markets-lande

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Maj 1999  
Risikoklasse: Høj  
Benchmark: MSCI Emerging Market Free inkl. udbytter  
Fondskode: DK0016057474  
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Management Asia Limited  
Risikorådgiver: Aberdeen Asset Management Asia Limited

## LANDEFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,56
Standardafvigelse	19,98
Tracking error	6,04
Information Ratio	0,94
Jensen Alpha	0,52
Sharpe Ratio (benchmark)	0,25
Standardafvigelse (benchmark)	22,34
Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011	

Afdelingen gav i første halvår 2011 et negativt afkast på 5,24 pct., mens benchmark faldt 6,58 pct. Afdelingens relative afkast var dermed meget tilfredsstillende. Vores forventning om moderat positive markeder blev ikke indfriet.

Aktiekurserne på selskaber på de nye markeder faldt i første halvår. Stemningen blandt investorerne skiftede fra første kvartals optimisme med hensyn til udsigterne for den globale økonomiske vækst til bekymring over omfanget af økonomisk afmatning efter den kraftige stigning i olieprisen samt jordskælvet og tsunamien i Japan. I sidste del af første halvår blev markederne negativt påvirket af gældskrisen i Europa, som kulminerede med en regeringsrokade i Grækenland. Grækenlands vedtagelse af nødvendige økonomiske stramninger holdt markederne oppe.

Afdelingens afkast oversteg udviklingen i benchmark med 1,34 procentpoint. At afdelingen klarede sig relativt godt kunne især tilskrives aktievalget, specielt i Brasilien og Indien. Den brasilianske detailkæde Lojas Renner nød godt af solide tal for første kvartal, som viste fortsat styrke i salget og større indtægter fra selskabets division for finansielle serviceydelser samt vækstopkøbet af boligudstyrs-kæden Camicado. Souza Cruz' aktiekurs blev også positivt påvirket af et stærkt regnskab. I Indien fik kursen på Hindustan Unilevers aktie et løft som følge af spekulationer om opkøb af dets moderselskab. Den indonesiske storkoncern Astra International klarede sig fortsat godt på baggrund af en forventet stigning i bilproduktionen efter jordskælvet i

Japan. Det mexicanske tapperi Femsma nød godt af planerne om en fusion af selskabets Coca Cola-tapperiaktiviteter med den lokale privatejede storkoncern Grupo Tampico.

I de nye økonomier imødeser vi et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Pengepolitiske stramninger har bevirket en vis opbremsning i væksten på kort sigt, men vigende makroøkonomiske nøgletal vil formentlig få centralbankerne i visse lande til snart at indstille stramningerne. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Vi fokuserer på de langsigtede kvaliteter i de nye markeder, dvs. robust økonomi, sunde forretninger samt en hurtigt voksende middelklasse, snarere end de kortsigtede udfordringer og foretager investeringer, når muligheden byder sig.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
109	155	201	347	364

# EMERGING MARKETS

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	184.847	91.311
Kursgevinster og tab	-507.032	714.663
Administrationsomkostninger	-44.886	-35.197
Resultat før skat	-367.071	770.777
Rente- og udbytteskat	-10.768	-4.415
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-377.839</b>	<b>766.362</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	162.188	146.224
Kapitalandele 1)	5.859.823	6.687.818
Mellemværende vedr. handelsafvikling	34	3.078
Andre aktiver	27.174	5.680
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.049.219</b>	<b>6.842.800</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	6.044.166	6.838.613
Mellemværende vedr. handelsafvikling	415	0
Anden gæld	4.638	4.187
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.049.219</b>	<b>6.842.800</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	5.859.823	6.687.818
Øvrige finansielle instrumenter	162.188	146.224
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>6.022.011</b>	<b>6.834.042</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	6.838.613	
Udlodning fra sidste år	-273.441	
Emissioner i perioden	855.436	
Indløsninger i perioden	-1.007.555	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	8.952	
Periodens resultat	-377.839	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>6.044.166</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.044.166	5.928.122
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.775.430	1.823.890
Indre værdi	34.043,39	32.502,63
Afkast (pct.) *)	-5,24	17,74
Benchmarkafkast (pct) *)	-6,58	10,03
Omkostningspct. *)	0,75	0,68
ÅOP	1,85	1,48

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# EMERGING MARKETS DEBT

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner eller euro

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2003

Risikoklasse: Middel

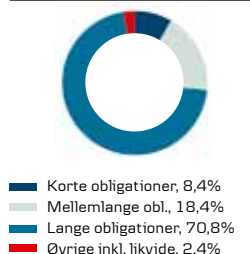
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til DKK

Fondskode: DK0016248149

Porteføljeraðgiver: ING Asset Management BV

Risikoraðgiver: ING Asset Management BV

## LØBETIDSFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,36
Standardafvigelse	15,44
Tracking error	4,66
Information Ratio	-0,00
Jensen Alpha	-0,14

Sharpe Ratio (benchmark)	0,48
Standardafvigelse (benchmark)	11,62

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i første halvår 2011 et afkast på 4,48 pct., mens benchmark steg 4,99 pct. Afkastet er tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark. I overensstemmelse med vores forventninger ved årsskiftet gav obligationer fra de nye markeder et højere afkast end statsobligationer.

1. halvår 2011 bød på en række betydningsfulde begivenheder, herunder 'det arabiske forår', politisk uro i Pakistan og Elfenbenskysten, jordskælv i Japan og en genopblussen af statsgældskrisen i Sydeuropa. Samtidig forhøjede ECB renten for første gang siden juli 2008, og Kina strammede pengepolitikken. USA forberedte sig på udløbet af den nye runde kvantitative lempelsestiltag. Trods udefrakommende risici klarede obligationer fra de nye markeder sig relativt godt set i lyset af lavere rente på amerikanske statsobligationer og en stort set upåvirket stemning blandt investorerne.

Afdelingens afkast var 0,51 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Papirvalget var den største positive bidrager til afkastet, mens landevalget generelt samt vores generelle positionering i renteværdighed trak resultatet ned. Positive bidrag kom især fra papirvalget i Venezuela, Tyrkiet og Den Dominikanske Republik. Hvad landevalget angår, bidrog nul-eksponeringen til Libanon, Malaysia, Chile og Kina positivt. Generelt trak vores eksponering til Elfenbenskysten (først undervægt, derefter overvægt) ned.

Fremadrettet har vi en moderat positiv holdning til aktivklassen. De fundamentale forhold for landene er

fortsat stærke, selv om periodevise fald i risikovilligheden stadig kan påvirke aktivklassen negativt. Vores hovedscenarie er, at en græsk statsbankerot ikke er umiddelbart forestående. Vi forventer derfor, at obligationer fra de nye markeder også i 2. halvår vil give et højere afkast end statsobligationer, men den største risiko er stigende renter på amerikanske statsobligationer.

Afdelingens samlede risiko er moderat højere end risiko for benchmark. På landeniveau er vi stort set neutralt vægtet i lande med høj rente. Porteføljens risiko på overvægtspositioner vedrører især lande med 'mellemlig' rente, dvs. i Central- og Østeuropa samt i Mellemløsten. På papirniveau er vi overvægtet i private virksomheder med et gunstigt potentiale. Samlet set er afdelingens varighed tæt på benchmark.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringer i markederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
112	136	152	196	



# EMERGING MARKETS DEBT

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	64.250	201.921
Kursgevinster og tab	46.924	190.373
Administrationsomkostninger	-11.699	-29.965
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>99.475</b>	<b>362.329</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	51.150	70.294
Obligationer 1)	2.071.717	2.079.799
Afledte finansielle instrumenter 1)	19.672	17.385
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.343	5.840
Andre aktiver	35.601	37.540
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.183.483</b>	<b>2.210.858</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	2.181.654	2.207.332
Afledte finansielle instrumenter 1)	266	1.742
Anden gæld	1.563	1.784
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.183.483</b>	<b>2.210.858</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.042.820	2.048.793
Nyemitterede finansielle instrumenter der planlægges børsnoteret	28.897	31.006
Øvrige finansielle instrumenter	70.556	85.937
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>2.142.273</b>	<b>2.165.736</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	2.207.332	
Udlodning fra sidste år	-198.105	
Emissioner i perioden	250.553	
Indløsninger i perioden	-178.700	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.099	
Periodens resultat	99.475	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.181.654</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.181.654	4.066.464
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.749.250	3.340.370
Indre værdi	12.471,94	12.173,69
Afkast [pct.] *)	4,48	7,19
Benchmarkafkast [pct] *)	4,99	5,59
Omkostningspct. *)	0,52	0,53
ÅOP	1,32	1,36

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# EURO INVESTMENT GRADE CORP BONDS RESTRICTED

Investerer primært i kreditobligationer (ikke obligationer, udstedt af selskaber, hvis hovedaktivitet er produktion eller handel med tobak og våben) denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten afdækkes mod DKK

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 2005

Risikoklasse: Middel

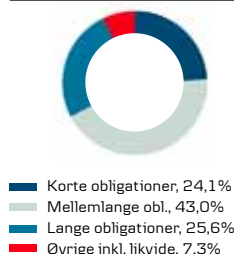
Benchmark: Barclays Capital Euro Major Corp. Index excl. Tobacco and Weapon i int. A1 A+ til Baa3 BBB-. Indekset er hedget til DKK.

Fondskode: DK0016303936

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,08
Standardafvigelse	6,07
Tracking error	2,19
Information Ratio	-0,35
Jensen Alpha	-0,08

Sharpe Ratio (benchmark)	0,25
Standardafvigelse (benchmark)	4,90

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i 1. halvår 2011 et afkast på 2,24 pct., mens benchmarket steg med 1,57 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende. I overensstemmelse med vores forventninger ved årsskiftet gav virksomhedsobligationer et højere afkast end højt ratede statsobligationer.

Kreditmarkedet var præget af store udsving i perioden, men slutresultatet blev en gennemsnitlig indsnævring af kreditspændene på 0,25 procentpoint i 1. halvår. Grækenlands statsgældsproblemer og frygten for en snarlig restrukturering af gælden gav igen anledning til usikkerhed og stigende risikoaversion i markedet. Samtidig var der tydelige tegn på vækstafmatning i USA.

Afdelingens afkast var 0,67 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Det skyldtes især papirvalget, hvor de største bidrag kom fra investeringerne inden for banker, men også investeringerne i forsikring og forsyning gav samlet set pæne positive bidrag. Også sektorallokeringen bidrog til den positive performance først og fremmest som følge af en overvægt i efterstillet gæld inden for banker, forsyningsvirksomhed og forsikring.

Virksomhedernes finansielle forhold er fortsat meget solide, idet de over de seneste år har formået at opbygge store kontantbeholdninger og nedbringe deres gearing til et meget lavt niveau. Samtidig ligger kredit-

spændene set i historisk perspektiv på et relativt højt niveau, når vi tager hensyn til, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen.

På den baggrund vurderer vi, at der er mulighed for yderligere indsnævring af kreditspændene i 2. halvår. Men som følge af de mange ubalancer i økonomierne forventer vi, at markederne vil blive præget af forholdsvis store udsving i den kommende periode. Vi forventer, at virksomhedsobligationer vil klare sig moderat bedre end statsobligationer i 2. halvår.

Afdelingen er fortsat overvægtet i efterstillet gæld udstedt af banker og forsikringselskaber med relativt høj solvens. Vi vurderer fortsat, at efterstillet bank- og forsikringsgæld giver attraktive merrenter i forhold til seniorudstedelserne, som vi undervægtet i forhold til benchmark. Afdelingen er ligeledes overvægtet i efterstillet gæld udstedt af selskaber inden for industri og forsyningsvirksomhed.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
104	119	118		

# EURO INVESTMENT GRADE CORP. BONDS RESTRICTED

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	43.237	42.818
Kursgevinster og tab	551	29.330
Administrationsomkostninger	-5.386	-5.119
Resultat før skat	38.402	67.029
Rente- og udbytteskat	-14	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>38.388</b>	<b>67.029</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	120.492	87.973
Obligationer 1)	1.545.936	1.787.522
Afledte finansielle instrumenter 1)	1.685	870
Mellemværende vedr. handelsafvikling	28.063	0
Andre aktiver	28.173	47.103
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.724.349</b>	<b>1.923.468</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	1.723.871	1.922.054
Afledte finansielle instrumenter 1)	382	1.414
Anden gæld	96	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.724.349</b>	<b>1.923.468</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.545.936	1.787.522
Øvrige finansielle instrumenter	121.795	87.429
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.667.731</b>	<b>1.874.951</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	1.922.054	
Udlodning fra sidste år	-126.205	
Emissioner i perioden	167.461	
Indløsninger i perioden	-279.970	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.143	
Periodens resultat	38.388	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.723.871</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.723.871	1.794.263
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.893.940	1.919.050
Indre værdi	9.102,04	9.349,75
Afkast (pct.) *)	2,24	4,07
Benchmarkafkast (pct.) *)	1,57	3,65
Omkostningspct. *)	0,30	0,29
ÅOP	0,91	0,86

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# EURO INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

Risikoklasse: Middel

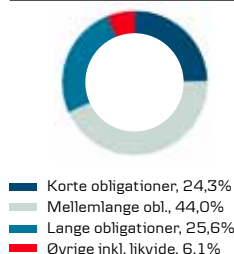
Benchmark: Barclays Capital Euro Major index m. virksomhedsobl. i rating-intervallet fra A1 A+ til Baa3 BBB-. indekset er hedget til DKK

Fondskode: DK0016056666

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,06
Standardafvigelse	6,32
Tracking error	2,48
Information Ratio	-0,37
Jensen Alpha	-0,10

Sharpe Ratio (benchmark)	0,26
Standardafvigelse (benchmark)	4,85

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i første halvår 2011 et afkast på 2,26 pct., mens afdelingens benchmark steg med 1,55 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende. I overensstemmelse med vores forventninger ved årsskiftet gav virksomhedsobligationer et højere afkast end højtratede statsobligationer.

Kreditmarkedet var præget af store udsving i perioden, men slutresultatet blev en gennemsnitlig indsnævring af kreditspændene på 0,25 procentpoint i 1. halvår. Grækenlands statsgældsproblemer og frygten for en snarlig restrukturering af gælden gav igen anledning til usikkerhed og stigende risikoaversion i markedet. Samtidig var der tydelige tegn på vækstafmatning i USA.

Afdelingens afkast var 0,71 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Det skyldtes især papirvalget, hvor de største bidrag kom fra investeringerne inden for banker, men også investeringerne i forsikring og forsyning gav samlet set pæne positive bidrag. Også sektorallokeringen bidrog til den positive performance først og fremmest som følge af en overvægt i efterstillet gæld inden for banker, forsyningsvirksomhed og forsikring.

Virksomhedernes finansielle forhold er fortsat meget solide, idet de over de seneste år har formået at opbygge store kontantbeholdninger og nedbringe deres gearing til et meget lavt niveau.

Samtidig ligger kreditspændene set i historisk perspektiv på et relativt højt niveau, når vi tager hensyn til, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen.

På den baggrund vurderer vi, at der er mulighed for yderligere indsnævring af kreditspændene i 2. halvår. Men som følge af de mange ubalancer i økonomierne forventer vi, at markederne vil blive præget af forholdsvis store udsving i den kommende periode. Vi forventer, at virksomhedsobligationer vil klare sig moderat bedre end statsobligationer i 2. halvår.

Afdelingen er fortsat overvægtet i efterstillet gæld udstedt af banker og forsikringselskaber med relativt høj solvens. Vi vurderer fortsat, at efterstillet bank- og forsikringsgæld giver attraktive merrenter i forhold til seniorudstedelserne, som vi undervægtet i forhold til benchmark. Afdelingen er ligeledes overvægtet i efterstillet gæld udstedt af selskaber inden for industri og forsyningsvirksomhed.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkedene" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
104	118	117	126	157

# EURO INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	290.164	231.665
Kursgevinster og tab	6.261	126.537
Administrationsomkostninger	-35.777	-27.773
Resultat før skat	260.648	330.429
Rente- og udbytteskat	-117	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>260.531</b>	<b>330.429</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	726.803	698.046
Obligationer 1)	11.329.948	10.747.658
Afledte finansielle instrumenter 1)	4.767	9.066
Mellemværende vedr. handelsafvikling	96.782	0
Andre aktiver	214.779	286.558
<b>Aktiver i alt</b>	<b>12.373.079</b>	<b>11.741.328</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	12.345.596	11.738.271
Afledte finansielle instrumenter 1)	7.873	3.051
Mellemværende vedr. handelsafvikling	19.016	0
Anden gæld	594	6
<b>Passiver i alt</b>	<b>12.373.079</b>	<b>11.741.328</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	11.329.948	10.747.658
Øvrige finansielle instrumenter	723.697	704.061
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>12.053.645</b>	<b>11.451.719</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	11.738.271	
Emissioner i perioden	1.388.337	
Indløsninger i perioden	-1.054.558	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	13.015	
Periodens resultat	260.531	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>12.345.596</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	12.345.596	9.511.620
Cirkulerende kapital (t.kr.)	12.089.700	9.714.740
Indre værdi	10.211,66	9.790,92
Afkast [pct.] *)	2,26	3,69
Benchmarkafkast [pct.] *)	1,55	3,66
Omkostningspct. *)	0,29	0,29
ÅOP	0,90	0,89

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

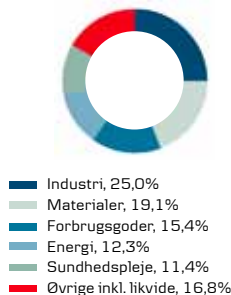
# EUROPE FOCUS

Investerer fokuseret i europæiske aktier

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: August 1999  
Risikoklasse: Høj  
Benchmark: MSCI Europe Cap inkl. udbytter  
Fondskode: DK0016026594  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## BRANCHEFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,01
Standardafvigelse	17,67
Tracking error	4,61
Information Ratio	0,73
Jensen Alpha	0,26
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,19
Standardafvigelse (benchmark)	17,35
Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011	

Afdelingen gav i første halvår 2011 et afkast på 0,98 pct., mens benchmark steg 1,00 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, men vores moderat positive forventninger til aktiemarkederne ved indgangen til året er kun delvist blevet indfriet.

De europæiske aktier endte stort set halvåret uforandret, men havde udsving i størrelsesordenen +/- 5 pct. undervejs. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælvet i Japan, svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret og statsgældsproblemerne i Sydeuropa trak markederne ned. Sektoren Sundhed klarede sig bedst, mens Materialer klarede sig værst, men de fleste sektorer havde afkast tæt på markedets.

Afdelingens afkast var 0,02 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. På sektor niveau var der især positive bidrag til performance fra sundhed, materialer, og stabilt forbrug, hvor vores aktievalg generelt bidrog positivt. Specielt positionerne i Grifols, der steg 36 pct., Synthés, der steg 23 pct. og GEA, der steg 16 pct., bidrog positivt. Omvendt havde vi negative bidrag fra Maire Technimont, der faldt 61 pct. og Pandora, der faldt 53 pct.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne

i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår er i udvalgte kvalitetsselskaber inden for industri, stabile forbrugsselskaber og udvalgte selskaber indenfor industri, cyklisk forbrug og energi. Den største undervægt vil fortsat være inden for finanssektoren. Vi vil som i første halvår af 2011 fokusere på det enkelte selskabs karakteristika. Stærke markedspositioner, pricing power og selskabets evne til at generere cash flow er afgørende for vores selskabsudvælgelse. Faktorer, vi mener, er endnu mere afgørende i det nuværende markedsscenarie, hvor vi forventer, at en polarisering indenfor forskellige industrier vil fortsætte. I dette miljø ser vi fortsat en række gode investeringsmuligheder.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringer i markederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
123	109	115	160	117

## EUROPE FOCUS

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	30.018	16.446
Kursgevinster og tab	-981	-14.357
Administrationsomkostninger	-12.591	-6.644
Resultat før skat	16.446	-4.555
Rente- og udbytteskat	-3.619	-2.212
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>12.827</b>	<b>-6.767</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	41.091	51.219
Kapitalandele 1)	1.472.670	1.487.401
Mellemværende vedr. handelsafvikling	12.783	5.022
Andre aktiver	6.409	7.625
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.532.953</b>	<b>1.551.267</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	1.525.854	1.551.253
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.014	0
Anden gæld	85	14
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.532.953</b>	<b>1.551.267</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.472.670	1.487.401
Øvrige finansielle instrumenter	41.091	51.219
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.513.761</b>	<b>1.538.620</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	1.551.253	
Emissioner i perioden	151.321	
Indløsninger i perioden	-190.088	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	541	
Periodens resultat	12.827	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.525.854</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.525.854	825.165
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.424.740	943.900
Indre værdi	10.709,70	8.742,08
Afkast (pct.) *)	0,98	0,17
Benchmarkafkast (pct) *)	1,00	-2,34
Omkostningspct. *)	0,80	0,74
ÅOP	2,05	1,62

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

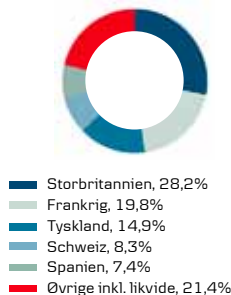
## EUROPE LOW VOLATILITY

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Europa. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Juli 2008  
Risikoklasse: Middel  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060143139  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING



Afdelingen gav i første halvår 2011 et afkast på 1,80 pct., hvilket var i underkanten af vores moderat positive forventninger.

De europæiske aktier endte stort set halvåret uforandret, men havde udsving i størrelsesordenen +/- 5 pct. undervejs. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælvet i Japan, svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret og statsgældsproblemerne i Sydeuropa trak markederne ned. Sektoren Sundhed klarede sig bedst, mens Materialer klarede sig værst, men de fleste sektorer havde afkast tæt på markedets.

Set i lyset af sin defensive strategi har afdelingen givet et tilfredsstillende afkast i første halvår, hvor markedet er steget svagt. Særligt overvægten og aktieudvælgelsen indenfor Sundhed har bidraget positivt til afkastet. Indenfor Materialer har aktieudvælgelsen været særdeles god – til trods for en ret stor undervægt sammenlignet med MSCI Europa – og bidraget mærkbart til det positive afkast for afdelingen. Den defensive strategi har betydet, at aktieudvælgelsen indenfor Finans har været mindre tilfredsstillende, idet meget risikofyldte aktier fravælges.

Afdelingen er under afvikling og forventes lukket i løbet af efteråret 2011.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan

hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

### DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
112				



# EUROPE LOW VOLATILITY

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	2.881	2.759
Kursgevinster og tab	-79	-2.501
Administrationsomkostninger	-735	-558
Resultat før skat	2.067	-300
Rente- og udbytteskat	-306	-258
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>1.761</b>	<b>-558</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	489	546
Kapitalandele 1)	98.385	96.724
Andre aktiver	785	593
<b>Aktiver i alt</b>	<b>99.659</b>	<b>97.863</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	99.624	97.863
Anden gæld	35	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>99.659</b>	<b>97.863</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	98.385	96.724
Øvrige finansielle instrumenter	489	546
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98.874</b>	<b>97.270</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	97.863	
Udlodning fra sidste år	-2.544	
Emissioner i perioden	2.544	
Periodens resultat	1.761	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>99.624</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	99.624	89.228
Cirkulerende kapital (t.kr.)	94.959	92.511
Indre værdi	104,91	96,45
Afkast [pct.] *)	1,80	-0,62
Omkostningspct. *)	0,73	0,62
ÅOP	1,60	1,51

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Europa. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2008

Risikoklasse: Middel

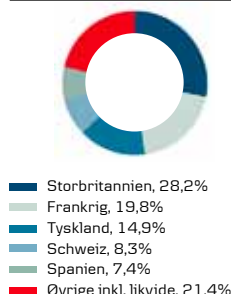
Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060143212

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING



Afdelingen gav i første halvår 2011 et afkast på 1,71 pct., hvilket er i underkanten af vores moderat positive forventninger.

De europæiske aktier endte stort set halvåret uforandret, men havde udsving i størrelsesordenen +/- 5 pct. undervejs. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælvet i Japan, svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret og statsgældsproblemerne i Sydeuropa trak markederne ned. Sektoren Sundhed klarede sig bedst, mens Materialer klarede sig værst, men de fleste sektorer havde afkast tæt på markedets.

Set i lyset af sin defensive strategi har afdelingen givet et tilfredsstillende afkast i første halvår, hvor markedet er steget svagt. Særligt overvægten og aktieudvælgelsen indenfor Sundhed har bidraget positivt til afkastet. Indenfor Materialer har aktieudvælgelsen været særdeles god – til trods for en ret stor undervægt sammenlignet med MSCI Europa – og bidraget mærkbart til det positive afkast for afdelingen. Den defensive strategi har betydet, at aktieudvælgelsen indenfor Finans har været mindre tilfredsstillende, idet meget risikofyldte aktier fravælges.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne

i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingen var overvægtet inden for sektorerne Sundhed, Telekommunikation og Forsyning, mens særligt Finans og Materialer var undervægtet ved udgangen af første halvår.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

### DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
112				

## EUROPE LOW VOLATILITY - ACCUMULATING

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 EUR

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	387	372
Kursgevinster og tab	-21	-348
Administrationsomkostninger	-98	-75
Resultat før skat	268	-51
Rente- og udbytteskat	-43	-48
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>225</b>	<b>-99</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	77	80
Kapitalandele 1)	13.181	12.976
Andre aktiver	89	66
<b>Aktiver i alt</b>	<b>13.347</b>	<b>13.122</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	13.347	13.122
<b>Passiver i alt</b>	<b>13.347</b>	<b>13.122</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	13.181	12.976
Øvrige finansielle instrumenter	77	80
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>13.258</b>	<b>13.056</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	13.122	
Periodens resultat	225	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>13.347</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.EUR)	13.347	11.968
Cirkulerende kapital (t.EUR)	12.049	12.049
Indre værdi	110,77	99,33
Afkast [pct.] *)	1,71	-0,83
Omkostningspct. *)	0,73	0,63
ÅOP	1,59	1,57

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# FLEXINVEST AKTIER

Investerer globalt i aktier herunder danske aktier

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Høj

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051605

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LANDEFORDELING



USA, 21,4%
Danmark, 12,9%
Tyskland, 9,4%
Storbritannien, 9,4%
Japan, 6,4%
Øvrige inkl. likvide, 40,5%

## NØGLETAL

Sharpe Ratio	-0,18
Standardafvigelse	16,72

Måleperiode: Okt. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i første halvår 2011 et negativt afkast på 2,15 pct. Afdelingen har intet benchmark. Sammenlignet med markedsudviklingen, er det opnåede afkast ikke tilfredsstillende, men det har i betragtning af den høje grad af usikkerhed i starten af året indfriet vores forventninger til aktiemarkederne.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingens afkast var 1,17 procentpoint dårligere end stigningen i markedet. Der var negativt bidrag til performance fra undervægten i europæiske aktier og dermed euroen, samt overvægt i aktier fra de nye markeder.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår er aktier fra de nye markeder, japanske aktier og small cap selskaber. Dette modsvarer af en undervægt i europæiske og amerikanske selskaber.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
114	109			

# FLEXINVEST AKTIER

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	186.898	68.111
Kursgevinster og tab	-307.282	114.853
Administrationsomkostninger	-67.268	-34.811
Resultat før skat	-187.652	148.153
Rente- og udbytteskat	-12.845	-6.418
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-200.497</b>	<b>141.735</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	213.419	190.564
Kapitalandele 1)	8.028.200	6.075.567
Mellemværende vedr. handelsafvikling	19.056	10.725
Andre aktiver	20.600	11.638
<b>Aktiver i alt</b>	<b>8.281.275</b>	<b>6.288.494</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	8.273.530	6.288.494
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.745	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>8.281.275</b>	<b>6.288.494</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	7.065.251	5.489.718
Øvrige finansielle instrumenter	1.176.368	776.413
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>8.241.619</b>	<b>6.266.131</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	6.288.494	
Emissioner i perioden	2.184.569	
Indløsninger i perioden	-4.438	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.402	
Periodens resultat	-200.497	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>8.273.530</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	8.273.530	4.756.521
Cirkulerende kapital (t.kr.)	8.782.505	5.751.678
Indre værdi	94,20	82,70
Afkast (pct.) *)	-2,15	4,55
Omkostningspct. *)	0,85	0,83
ÅOP	1,93	1,82

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

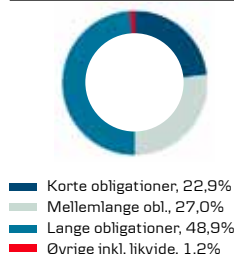
# FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

Investerer i danske rentebærende obligationer. Obligationernes beholdning har en gennemsnitlig varighed på maksimalt 7 år

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Oktober 2006  
Risikoklasse: Lav  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060050987  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio 0,43  
Standardafvigelse 3,43

Måleperiode: Okt. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i 1. halvår et negativt afkast på 0,52 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedet for danske statsobligationer med restløbetid 1-10 år er det opnåede afkast ikke tilfredsstillende. Danske statsobligationer steg i 1. halvår 0,21 pct. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs, blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Vores forventning i starten af året om svagt stigende renter viste sig at holde nogenlunde stik. Afdelingens afkast var dog 0,73 procentpoint lavere end markedsafkastet for statsobligationer. Det skyldes en stor vægt af lange 30-årige realkreditobligationer, der blev negativt påvirket af ratingbureauet Moody's løftede pegefingeringer over for danske realkreditinstitutter. I den modsatte retning trak papirvalget inden for variable realkreditobligationer samt statsgaranterede bankobligationer.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt under det generelle markedsindeks for statsobligationer. Afdelingens store andel af realkreditobligationer forventes fastholdt.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
99	121			

# FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	31.551	41.297
Kursgevinster og tab	-38.455	112.700
Administrationsomkostninger	-6.801	-9.664
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-13.705</b>	<b>144.333</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	25.240	14.125
Obligationer 1)	2.130.629	2.125.450
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.468	0
Andre aktiver	29.688	20.512
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.191.025</b>	<b>2.160.087</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	2.190.498	2.150.605
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	9.482
Anden gæld	527	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.191.025</b>	<b>2.160.087</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.130.629	2.125.450
Øvrige finansielle instrumenter	25.240	14.125
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>2.155.869</b>	<b>2.139.575</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	2.150.605	
Udlodning fra sidste år	-243.754	
Emissioner i perioden	341.712	
Indløsninger i perioden	-44.943	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	583	
Periodens resultat	-13.705	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.190.498</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.190.498	2.252.643
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.303.878	2.077.881
Indre værdi	95,08	108,41
Afkast (pct. *)	-0,52	6,08
Omkostningspct. *)	0,41	0,39
ÅOP	0,81	0,84

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

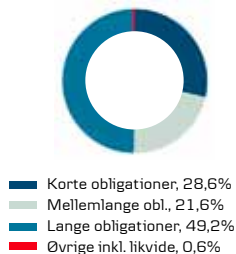
## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER 2

Investerer i danske rentebærende obligationer. Obligationernes beholdning har en gennemsnitlig varighed på maksimalt 7 år

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Marts 2010  
Risikoklasse: Lav  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060219806  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LØBETIDSFORDELING



Afdelingen gav i 1. halvår et negativt afkast på 0,25 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedet for danske statsobligationer med restløbetid 1-10 år er det opnåede afkast ikke tilfredsstillende. Danske statsobligationer steg i 1. halvår 0,21 pct. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Vores forventning i starten af året om svagt stigende renter viste sig at holde nogenlunde stik. Afdelingens afkast var dog 0,46 procentpoint lavere end markedsafkastet for danske statsobligationer. Det skyldes en stor vægt af lange 30-årige realkreditobligationer, der blev negativt påvirket af ratingbureauet Moody's løftede pegefinger over for danske realkreditinstitutter. I den

modsatte retning trak papirvalget inden for variable realkreditobligationer samt statsgaranterede bankobligationer.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt under det generelle markedsindeks for statsobligationer. Afdelingens store andel af realkreditobligationer forventes fastholdt.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringer på markederne" og "Risici samt risikostyring".

### DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
99				



## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER 2

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>12.3.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	16.252	2.313
Kursgevinster og tab	-13.524	8.245
Administrationsomkostninger	-4.114	-586
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-1.386</b>	<b>9.972</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.10</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	5.582	17.024
Obligationer 1)	1.008.808	786.812
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	6.009
Andre aktiver	15.142	7.397
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.029.532</b>	<b>817.242</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	1.026.447	817.242
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.841	0
Anden gæld	244	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.029.532</b>	<b>817.242</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.10</b>	<b>30.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.008.808	786.812
Øvrige finansielle instrumenter	5.582	17.024
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.014.390</b>	<b>803.836</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>	
Medlemmernes formue primo	817.242	
Udlodning fra sidste år	-15.766	
Emissioner i perioden	248.911	
Indløsninger i perioden	-22.965	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	411	
Periodens resultat	-1.386	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.026.447</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.026.447	378.761
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.012.464	364.140
Indre værdi	101,38	104,02
Afkast (pct.) *)	-0,25	4,02
Omkostningspct. *)	0,41	0,40
ÅOP	0,83	0,86

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten, hvor afkastet er opgjort for perioden 12/3 - 31/12-2010, og hvor omkostningsprocenten er omregnet til helår.

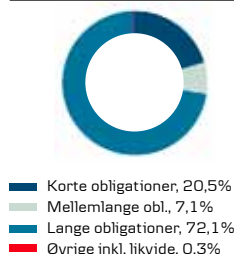
# FLEXINVEST FONDE

Investerer i danske rentebærende obligationer. Obligationernes beholdning har en gennemsnitlig varighed på maksimalt 4 år

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Juni 2009  
Risikoklasse: Lav  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060178002  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 0,16 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedsudviklingen for mellemlange obligationer er det opnåede afkast tilfredsstillende. Danske mellemlange obligationer steg i 1. halvår 0,08 pct. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Vores forventning i starten af året til svagt stigende renter holdt stik i 1. kvartal, mens renterne faldt tilbage i 2. kvartal. Samlet set er renterne dog steget lidt i 1. halvår. Realkreditobligationerne i porteføljen gav beskedne positive afkast, men afkastene var bedre end tilsvarende statsobligationer. Afdelingen havde i perioden en stor andel af realkreditobligationer og en begrænset varighed, hvilket understøttede afkastet.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med fokus på realkreditobligationer med høj kuponrente. Vi forventer at fastholde positionerne i de 20-årige realkreditobligationer med 4 og 5 pct. kupon, da de forventes at klare sig godt sammenlignet med statsobligationer. De forventede beskedne udtrækninger forventes genplaceret i realkreditobligationer med 5 pct. kupon.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
100				

# FLEXINVEST FONDE

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	870	591
Kursgevinster og tab	-611	422
Administrationsomkostninger	-184	-102
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>75</b>	<b>911</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	117	278
Obligationer 1)	44.585	43.491
Andre aktiver	578	377
<b>Aktiver i alt</b>	<b>45.280</b>	<b>44.146</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	45.240	44.146
Mellemværende vedr. handelsafvikling	40	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>45.280</b>	<b>44.146</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	44.585	43.491
Øvrige finansielle instrumenter	117	278
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>44.702</b>	<b>43.769</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	44.146	
Udlodning fra sidste år	-750	
Emissioner i perioden	3.387	
Indløsninger i perioden	-1.627	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	9	
Periodens resultat	75	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>45.240</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	45.240	29.709
Cirkulerende kapital (t.kr.)	44.610	28.235
Indre værdi	101,41	105,22
Afkast (pct. *)	0,16	3,56
Acontoudlodning	1,75	-
Omkostningspct. *)	0,41	0,38
ÅOP	0,83	0,86

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

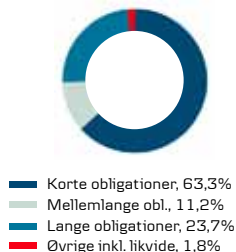
# FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

Investerer i danske rentebærende obligationer. Obligationernes beholdning har en gennemsnitlig varighed på maksimal 3 år

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Oktober 2006  
Risikoklasse: Lav  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060051282  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio 0,66  
Standardafvigelse 1,34

Måleperiode: Okt. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i 1. halvår et negativt afkast på 0,44 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedsudviklingen er det opnåede afkast tilfredsstillende. Danske korte statsobligationer med 1-3 års restløbetid faldt i 1. halvår 0,32 pct. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på linje med markedsudviklingen for korte statsobligationer i 1. halvår. Afkastet blev positivt påvirket af papirvalget i variable realkreditobligationer med renteloft samt statsgaranterede bankudstedelser. I den modsatte retning trak beholdningen af 2-3-årige statsobligationer, der blev negativt påvirket af de stigende korte renter.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på lav rentefølsomhed. Afdelingens store andel af realkreditobligationer og statsgaranterede bankudstedelser forventes fastholdt.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
100	114			

# FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	92.157	110.043
Kursgevinster og tab	-101.551	108.207
Administrationsomkostninger	-20.882	-24.687
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-30.276</b>	<b>193.563</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	133.114	16.251
Obligationer 1)	7.410.665	6.682.936
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.593	0
Andre aktiver	101.261	55.384
<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.651.633</b>	<b>6.754.571</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	7.599.584	6.675.032
Mellemværende vedr. handelsafvikling	51.568	79.539
Anden gæld	481	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>7.651.633</b>	<b>6.754.571</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	7.410.665	6.682.936
Øvrige finansielle instrumenter	133.114	16.251
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>7.543.779</b>	<b>6.699.187</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	6.675.032	
Udlodning fra sidste år	-346.181	
Emissioner i perioden	1.454.306	
Indløsninger i perioden	-155.717	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.420	
Periodens resultat	-30.276	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>7.599.584</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	7.599.584	7.623.223
Cirkulerende kapital (t.kr.)	7.594.254	7.227.212
Indre værdi	100,07	105,48
Afkast [pct.] *)	-0,44	2,40
Omkostningspct. *)	0,30	0,30
ÅOP	0,63	0,63

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

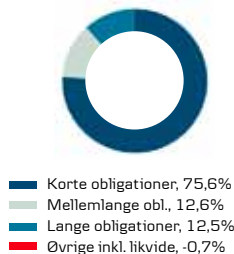
## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER 2

Investerer i danske rentebærende obligationer. Obligationernes beholdning har en gennemsnitlig varighed på maksimalt 3 år

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Marts 2010  
Risikoklasse: Lav  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060219996  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LØBETIDSFORDELING



Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 0,23 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedsudviklingen er det opnåede afkast meget tilfredsstillende. Danske korte statsobligationer med 1-3 års restløbetid faldt i 1. halvår 0,32 pct. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Afdelingen gav et merafkast på 0,55 procentpoint i forhold til markedsudviklingen for korte statsobligationer i 1. halvår. Det skyldes især papirvalget i variable realkreditobligationer med renteloft samt statsgaranterede bankudstedelser. I den modsatte retning trak beholdningen af 2-3-årige statsobligationer, der blev negativt påvirket af de stigende korte renter.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på lav rentefølsomhed. Afdelingens store andel af realkreditobligationer og statsgaranterede bankudstedelser forventes fastholdt.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101				

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER 2

### Flexinvest Korte Obligationer 2

#### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>12.3.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	43.338	7.912
Kursgevinster og tab	-24.193	10.031
Administrationsomkostninger	-10.082	-1.841
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>9.063</b>	<b>16.102</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	-23.480	11.061
Obligationer 1)	3.389.395	2.689.946
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	11.662
Andre aktiver	46.903	29.309
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.412.818</b>	<b>2.741.978</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	3.404.316	2.694.867
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.268	47.111
Anden gæld	234	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.412.818</b>	<b>2.741.978</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	3.389.395	2.689.946
Øvrige finansielle instrumenter	-23.480	11.061
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>3.365.915</b>	<b>2.701.007</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	2.694.867	
Udlodning fra sidste år	-39.476	
Emissioner i perioden	818.177	
Indløsninger i perioden	-79.670	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.355	
Periodens resultat	9.063	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.404.316</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.404.316	1.565.891
Cirkulerende kapital (t.kr.)	3.366.699	1.538.720
Indre værdi	101,12	101,77
Afkast (pct.) *)	0,23	1,77
Omkostningspct. *)	0,30	0,31
ÅOP	0,65	0,66

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten, hvor afkastet er opgjort for perioden 12/3 - 31/12-2010, og hvor omkostningsprocenten er omregnet til helår.

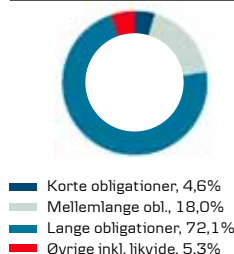
# FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER

Rentebærende obligationer som handles på et reguleret marked. Obligationerne skal være denomineret i danske kroner. Obligationernes beholdning har en gennemsnitlig varighed på minimum 5 år

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Juni 2009  
Risikoklasse: Lav  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060178192  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



Afdelingen gav i 1. halvår et negativt afkast på 0,02 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedsudviklingen er det opnåede afkast tilfredsstillende. Lange danske stats- og realkreditobligationer faldt i 1. halvår 0,03 pct. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Afdelingens afkast var på linje med markedsudviklingen for lange danske stats- og realkreditobligationer i 1. halvår. Papirvalget inden for variable realkreditobligationer med renteloft bidrog positivt i afkastet. I den modsatte retning trak beholdningen af lange 30-årige realkreditobligationer, der blev negativt påvirket af ratingbureauet Moody's løftede pegfinger over for danske realkreditinstitutter.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt under det generelle markedsindeks for lange stats- og realkreditobligationer. Afdelingens store andel af realkreditobligationer forventes fastholdt.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
99				



# FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	687	533
Kursgevinster og tab	-583	1.791
Administrationsomkostninger	-160	-119
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-56</b>	<b>2.205</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	2.167	111
Obligationer 1)	38.768	37.788
Andre aktiver	568	315
<b>Aktiver i alt</b>	<b>41.503</b>	<b>38.214</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	40.905	36.745
Mellemværende vedr. handelsafvikling	598	1.469
<b>Passiver i alt</b>	<b>41.503</b>	<b>38.214</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	38.768	37.788
Øvrige finansielle instrumenter	2.167	111
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>40.935</b>	<b>37.899</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	36.745	
Udlodning fra sidste år	-2.089	
Emissioner i perioden	6.681	
Indløsninger i perioden	-391	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	15	
Periodens resultat	-56	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>40.905</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	40.905	31.734
Cirkulerende kapital (t.kr.)	39.520	28.255
Indre værdi	103,50	112,31
Afkast (pct. *)	-0,02	7,42
Acontoudlodning	1,25	-
Omkostningspct. *)	0,41	0,38
ÅOP	0,84	0,87

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

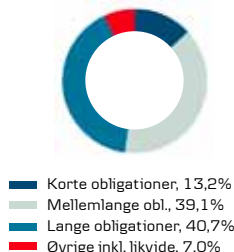
# FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

Investerer i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af emerging markets-lande og i obligationer udstedt af kreditinstitutter og erhvervsvirksomheder, herunder obligationer med høj kreditrisiko (High Yield). Hovedparten af afdelingens valuta afdækkes mod DKK eller EUR

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Oktober 2006  
Risikoklasse: Middel  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0060051449  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio 0,22  
Standardafvigelse 9,55

Måleperiode: Okt. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i 1. halvår af 2011 et afkast på 3,47 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark. Afkastet er tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder. Vores forventning om, at kreditobligationer ville give et højere afkast end statsobligationer, blev indfriet.

I 1. halvår steg renterne på korte og mellemlange tyske statsobligationer med 0,5-1 pct., men der var kun små stigninger på de lange. I USA faldt renterne marginalt over hele løbetidsspektret. På kreditmarkederne kunne der over hele linjen konstateres uændrede til lidt lavere kreditspænd. Primært i kraft af et højere løbende renteafkast gav såvel virksomhedsobligationer som emerging markets statsobligationer pæne merafkast i forhold til AAA-ratede statsobligationer med samme varighed.

Afdelingens havde gennem hele perioden en betydelig overvægt i high yield-virksomhedsobligationer, primært på bekostning af investment grade virksomhedsobligationer. Det gav et stort positivt bidrag til performance. Det bidrog også positivt til performance, at afdelingen havde en betydeligt mindre eksponering til den tyske rentekurve end benchmark. Periodens rentestigninger på tyske statsobligationer fik derfor en forholdsvis beskedne effekt på afdelingens afkast sammenlignet med benchmark.

Vi forventer svagt stigende renter på europæiske og amerikanske statsobligationer i den resterende del af 2011. Vores overordnede syn på kreditmarkedet er

stadig positivt. De fundamentale forhold i virksomhederne og i emerging markets-landene står i skærende kontrast til de statsgældsproblemer, som hele den vestlige verden slås med. Samtidig ligger kreditspændene på et relativt højt niveau, når vi tager hensyn til, hvor vi befinder os i konjunkturcyklen. Vi forventer derfor, at kreditobligationer også i 2. halvår vil give et moderat højere afkast end statsobligationer.

På den baggrund fastholder vi overvægten i high yield-obligationer på bekostning af obligationer med højere rating.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
109	127			

# FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	171.033	124.064
Kursgevinster og tab	57.368	429
Administrationsomkostninger	-35.466	-23.825
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>192.935</b>	<b>100.668</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	395.937	380.753
Obligationer 1)	5.192.472	6.147.467
Afledte finansielle instrumenter 1)	26.684	39.555
Mellemværende vedr. handelsafvikling	29.936	11.637
Andre aktiver	98.910	128.910
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.743.939</b>	<b>6.708.322</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	5.740.987	6.704.306
Afledte finansielle instrumenter 1)	1.233	2.272
Anden gæld	1.719	1.744
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.743.939</b>	<b>6.708.322</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	4.695.594	5.584.588
Nyemitterede finansielle instrumenter der planlægges børsnoteret	496.878	562.879
Øvrige finansielle instrumenter	421.388	418.036
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>5.613.860</b>	<b>6.565.503</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	6.704.306	
Udlodning fra sidste år	-561.896	
Emissioner i perioden	787.569	
Indløsninger i perioden	-1.391.935	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	10.008	
Periodens resultat	192.935	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>5.740.987</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	5.740.987	4.968.945
Cirkulerende kapital (t.kr.)	5.625.696	4.874.577
Indre værdi	102,05	101,94
Afkast (pct.) *)	3,47	3,29
Omkostningspct. *)	0,61	0,53
ÅOP	1,40	1,47

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## FX

Investerer i G10 valutaer samt obligationer udstedt i EUR eller DKK

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2011

Risikoklasse: Høj

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060312932

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S



Tyskland, 94,2%  
Danmark, 1,3%  
Øvrige inkl. likvide, 4,5%

Fra afdelingens start den 21. juni til udgangen af 1. halvår 2011 gav afdelingen et afkast på 1,27 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark.

Valutamarkedet har i perioden været præget af stor usikkerhed og store markedsudsving, primært på baggrund af gældsproblemerne i Sydeuropa.

Afdelingen har siden start været overvægtet i valutaerne AUD, NZD, NOK og SEK, og undervægtet i valutaerne USD, GBP, CAD og EUR.

Den største overvægt har været i AUD, herefter NZD og NOK. Den mindste overvægt har været i SEK. Tilsvarende har den største undervægt været i USD, herefter GBP og CAD og den mindste undervægt har været i EUR.

Alle positioner har bidraget positivt til afkastet. Størstedelen af afkastet stammer fra overvægten i AUD og undervægten i USD.

Vi forventer ikke de store ændringer i positionerne igennem det kommende halvår.

Afkastmæssigt forventer vi, at afdelingen leverer et positivt afkast for året.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan

hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

**Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.**

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>21.6.-30.06.11</b>
Renter og udbytter	1
Kursgevinster og tab	84
Administrationsomkostninger	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>85</b>

<b>Balance</b>	
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>
Likvide midler 1)	302
Obligationer 1)	6.335
Afledte finansielle instrumenter 1)	89
Andre aktiver	70
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.796</b>

<b>Passiver</b>	
Medlemmernes formue 2)	6.796
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.796</b>

<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	6.335
Øvrige finansielle instrumenter	391
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>6.726</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>21.6.-30.06.11</b>
Emissioner i perioden	6.711
Periodens resultat	85
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>6.796</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.796
Cirkulerende kapital (t.kr.)	6.711
Indre værdi	101,27
Afkast (pct.) *)	1,27
Omkostningspct. **)	0,32
ÅOP	0,32

\*) Afkast er opgjort for perioden 21/6 - 30/6

\*\*) Omkostningsprocenten er omregnet til halvår

## GEM SOLUTION

Investerer i selskaber, som er hjemmehørende i, eller som har aktiviteter i, eller som er optaget til handel på børser/markedspladser i emerging markets-lande.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2011

Risikoklasse: Høj

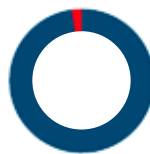
Benchmark: MSCI Emerging Markets

Fondskode: DK0060313070

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING



Udenlandske akt., 97,7%

Øvrige inkl. likvide, 2,3%

Afdelingen blev startet d. 25. maj og har siden da givet et negativt afkast på 0,54 pct., mens benchmark i samme periode faldt 0,27 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, og det har i betragtning af den høje grad af usikkerhed i starten af året nogenlunde indfriet vores forventninger til aktiemarkedene.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingen er ved start investeret som benchmark og har derfor i sin korte levetid stort set givet et afkast på linje med benchmark.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af første halvår er Østeuropa, herunder især det russiske aktiemarked. Dette modsvares af en undervægt i latinamerikanske og fjernøstlige selskaber.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

# GEM SOLUTION

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>24.5.-30.06.11</b>
Renter og udbytter	5.497
Kursgevinster og tab	-10.205
Administrationsomkostninger	-1.258
Resultat før skat	-5.966
Rente- og udbytteskat	-546
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-6.512</b>

### Balance

<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>
Likvide midler 1)	32.878
Kapitalandele 1)	1.383.821
Andre aktiver	4.386
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.421.085</b>

### Passiver

Medlemmernes formue 2)	1.420.954
Anden gæld	131
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.421.085</b>

<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.383.821
Øvrige finansielle instrumenter	32.878
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.416.699</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>24.5.-30.06.11</b>
Emissioner i perioden	1.419.658
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	7.808
Periodens resultat	-6.512
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.420.954</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.420.954
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.428.718
Indre værdi	99,46
Afkast (pct.) *)	-0,54
Omkostningspct. **)	0,10
ÅOP	1,92

\*) Afkast er opgjort for perioden 24/5 - 30/6

\*\*) Omkostningsprocenten er omregnet til halvår

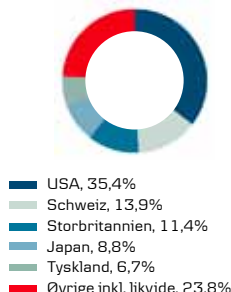
# GLOBAL

Investerer globalt i aktier

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Maj 1999  
Risikoklasse: Middel  
Benchmark: MSCI AC World inkl. udbytte  
Fondskode: DK0060244408  
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S  
Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LANDEFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio	-0,08
Standardafvigelse	14,85
Tracking error	4,24
Information Ratio	0,44
Jensen Alpha	0,13

Sharpe Ratio (benchmark)	-0,20
Standardafvigelse (benchmark)	15,15

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i første halvår 2011 et negativ afkast på 5,07 pct., mens benchmark faldt 3,05 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og indfriele ikke vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingens afkast var 2,02 procentpoint dårligere end benchmark. To tredjedele af den negative performance kan tilskrives afdelingens store position i Danske Invest Nye Markeder Small Cap, der faldt med knapt 12 pct. Cisco, der faldt 28 pct., og Bank of New York Mellon, der faldt 27 pct., skuffede markedets forventninger og var nummer to og tre på listen over negative bidrag til performance.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingens strategi er at finde attraktivt prisfaste selskaber med stærke brands og forretningsmodeller. Vi nyinvesterer typisk i områder, hvor kortsigtede forhold presser kurserne og åbner mulighed for langsigtede investorer som os. Vi mener generelt, at store stabile vækstaktier i lyset af den makroøkonomiske situation ser relativt billige ud, og afdelingen har store positioner i stabile forbrugsselskaber, industri, sundhed og it – på bekostning af blandt andet finansaktier. Vi har desuden fortsat en solid eksponering mod de nye vækstmarkeder via blandt andet investeringerne i Danske Invest Fjernøsten og Danske Invest Nye Markeder Small Cap.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkedene" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
109	116	108	126	83



# GLOBAL

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	2.345	764
Kursgevinster og tab	-8.962	3.611
Administrationsomkostninger	-1.048	-475
Resultat før skat	-7.665	3.900
Rente- og udbytteskat	-156	-50
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-7.821</b>	<b>3.850</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	953	1.542
Kapitalandele 1)	126.723	115.164
Andre aktiver	746	1.000
<b>Aktiver i alt</b>	<b>128.422</b>	<b>117.706</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	128.328	117.615
Anden gæld	94	91
<b>Passiver i alt</b>	<b>128.422</b>	<b>117.706</b>
<b>Note 1: Finansielle instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	126.723	115.164
Øvrige finansielle instrumenter	953	1.542
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>127.676</b>	<b>116.706</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	117.615	
Udlodning fra sidste år	-3.132	
Emissioner i perioden	34.098	
Indløsninger i perioden	-12.537	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	105	
Periodens resultat	-7.821	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>128.328</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	128.328	50.802
Cirkulerende kapital (t.kr.)	164.636	69.240
Indre værdi	7.794,65	7.337,09
Afkast (pct.) *)	-5,07	7,37
Benchmarkafkast (pct.) *)	-3,05	5,72
Omkostningspct. *)	0,76	0,75
ÅOP	1,79	1,78

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# GLOBAL ALLOCATION

Investerer globalt i aktier

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2011

Risikoklasse: Høj

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060209682

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LANDEFORDELING



Japan, 34,1%
Tyskland, 26,0%
Storbritannien, 13,4%
Frankrig, 5,7%
Schweiz, 5,7%
Øvrige inkl. likvide, 15,1%

Afdelingen gav fra dens start den 12. januar et negativt afkast på 3,72 pct. Afdelingens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen og har heller ikke levet op til vores moderate forventninger til aktiemarkedene.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingen har i løbet af første halvår investeret via tre strategier. De to strategier, der relaterer sig til europæiske aktier, har givet de bedste afkast, eftersom euroen er steget overfor alle andre valutaer. Den tredje strategi, der relaterer sig til japanske aktier, blev købt efter tsunamien og har gjort det bedre end det japanske marked, men pga. valutakursudviklingen har afkastet været dårligere end på de europæiske strategier.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingen har investeret i tre strategier: Europæiske aktier, japanske eksportselskaber og tyske selskaber med høj indenrigseksposering. Nye strategier evalueres løbende og vil blive implementeret i afdelingen, når de findes attraktive.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

# GLOBAL ALLOCATION

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.7.10-30.06.11</b>
Renter og udbytter	15.212
Kursgevinster og tab	-30.496
Administrationsomkostninger	-4.890
Resultat før skat	-20.174
Rente- og udbytteskat	-1.559
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-21.733</b>

### Balance

<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>
Likvide midler 1)	11.337
Kapitalandele 1)	878.379
Andre aktiver	3.492
<b>Aktiver i alt</b>	<b>893.208</b>

### Passiver

Medlemmernes formue 2)	892.211
Mellemværende vedr. handelsafvikling	977
Anden gæld	20
<b>Passiver i alt</b>	<b>893.208</b>

<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	878.379
Øvrige finansielle instrumenter	11.337
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>889.716</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.7.10-30.06.11</b>
Emissioner i perioden	918.830
Indløsninger i perioden	-6.096
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.210
Periodens resultat	-21.733
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>892.211</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	892.211
Cirkulerende kapital (t.kr.)	926.683
Indre værdi	96,28
Afkast [pct.] *)	-3,72
Omkostningspct. *)	0,79
ÅOP	2,00

\*) Afkast er opgjort for perioden 12/1 - 30/6-2011, idet investeringerne startede 12/1-2011

\*\*) Omkostningsprocenten er omregnet til halvår

## GLOBAL ESG - ACCUMULATING

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Investeringerne er underlagt særlige ekstra restriktioner

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2011

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060283067

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### FORMUEFORDELING



Udenlandske akt., 91,6%

Øvrige inkl. likvide, 8,4%

Afdelingen har siden sin start givet et negativ afkast på 4,06 pct. Afdelingen har intet benchmark. Sammenlignet med det globale aktiemarked er det opnåede afkast mindre tilfredsstillende og indfrie ikke vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Vi havde en lille position i det italienske ingeniørselskab Maire Technimont, som faldt 61 pct. i første halvår efter problemer med et stort projekt i Brasilien. Cisco, der faldt 28 pct., og Bank of New York Mellon, der faldt 23 pct., skuffede også markedets forventninger og var nummer to og tre på listen over negative bidrag til performance. Vores allokering mellem sektorer og regioner havde ikke væsentlig indflydelse på performance.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at

Afdelingens strategi er at finde attraktivt prisfaste selskaber med stærke brands og forretningsmodeller. Vi nyinvesterer typisk i områder, hvor kortsigtede forhold presser kurserne og åbner mulighed for langsigtede investorer som os. Vi mener generelt, at store stabile vækstaktier i lyset af den makroøkonomiske situation ser relativt billige ud, og afdelingen har store positioner i stabile forbrugsselskaber, industri, sundhed og it – på bekostning af blandt andet finansaktier.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkedene" og "Risici samt risikostyring".

## GLOBAL ESG - ACCUMULATING

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>21.1.-30.06.11</b>
Renter og udbytter	76
Kursgevinster og tab	-270
Administrationsomkostninger	-36
Resultat før skat	-230
Rente- og udbytteskat	-6
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-236</b>

#### Balance

<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>
Likvide midler 1)	441
Kapitalandele 1)	4.791
Andre aktiver	13
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.245</b>

#### Passiver

Medlemmernes formue 2)	5.245
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.245</b>

<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	4.791
Øvrige finansielle instrumenter	441
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>5.232</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>21.1.-30.06.11</b>
Emissioner i perioden	5.462
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	19
Periodens resultat	-236
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>5.245</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	5.245
Cirkulerende kapital (t.kr.)	5.466
Indre værdi	95,94
Afkast (pct.) *)	-4,06
Omkostningspct. **)	0,70
ÅOP	2,02

\*) Afkast er opgjort for perioden 21/1 - 30/6

\*\*) Omkostningsprocenten er omregnet til halvår

# GLOBAL HIGH YIELD BONDS

Investerer primært i udenlandske high-yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 2002

Risikoklasse: Middel

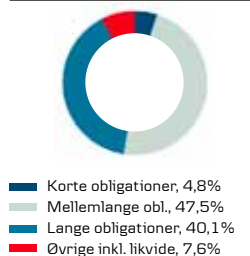
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index BBB excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged til DKK.

Fondskode: DK0016189111

Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

Risikorådgiver: ING Asset Management BV

## LØBETIDSFORDELING



## NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,23
Standardafvigelse	13,14
Tracking error	2,17
Information Ratio	-0,97
Jensen Alpha	-0,14

Sharpe Ratio (benchmark)	0,36
Standardafvigelse (benchmark)	14,19

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i 1. halvår 2011 et afkast på 4,27 pct., mens benchmark steg 4,76 pct. Afdelingens afkast er tilfredsstillende. Vores forventning ved årsskiftet om, at High Yield-obligationer ville give et højere afkast end statsobligationer, blev indfriet.

Markedet gav solide afkast indtil midten af maj. Derefter blev det negativt påvirket af rekordstore nyudstedelser og udstrømning af penge fra investeringsforeninger kombineret med makroøkonomiske bekymringer som følge af svage amerikanske nøgletal og den græske statsgældssituation. De underliggende fundamentale faktorer hos udstedere af High Yield-obligationer har ikke ændret sig, men den faldende risikovillighed blandt investorerne fik imidlertid sælgere af High Yield-obligationer på banen og medførte lavere kurser på High Yield-obligationer.

Afdelingens afkast var 0,49 procentpoint lavere end udviklingen i benchmark. Afdelingen havde et solidt afkast i årets første fire måneder, men udviklingen vendte i maj. Den positive udvikling kunne især tilskrives papirvalget, specielt i basisindustriktoren. Vores overvægt i kulproducenter påvirkede resultatet positivt på grund af stigende M&A-aktivitet i denne sektor. Vores position i International Coal steg i værdi, da selskabet blev opkøbt, og desuden steg værdien af vores øvrige positioner i denne sektor under forventningen om lignende opkøb. Til gengæld påvirkede sektoralvalget resultatet negativt.

Vi fastholder vores forventninger om moderat vækst i global økonomi og meget lave misligholdelsesprocenter. I dette scenarie belønnes investorerne pænt for den misligholdelsesrisiko, som de påtager sig. Den seneste modreaktion på markedet betyder, at vi forventer et pænt afkast i afdelingen i resten af 2011, men vi er en smule mere forsigtige på kort sigt. Vi afventer signaler om en positiv udvikling i USA's økonomi samt beviser på, at både den græske statsgældskrise og den truende overskridelse af det amerikanske gældsloft vil blive håndteret, uden at det giver varig skade på økonomierne.

Vi fastholder en lille overvægt i konjunkturfølsomme sektorer og en overvægt i obligationer med kreditvurderingen B. Vi undervægtter obligationer med kreditvurderingerne BB og CCC. Vi har reduceret risikoen i moderat grad, da risikoen i forhold til det forventede afkast af obligationerne med lavere kreditvurdering er blevet mindre gunstig. Vi har desuden reduceret andelen af de obligationer, der havde størst risiko i en svækket økonomisk situation.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
114	130	134	148	

## GLOBAL HIGH YIELD BONDS

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	292.477	305.115
Kursgevinster og tab	122.395	-74.762
Administrationsomkostninger	-53.573	-44.482
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>361.299</b>	<b>185.871</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	577.285	448.841
Obligationer 1)	7.059.957	8.519.399
Afledte finansielle instrumenter 1)	49.461	56.067
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.836	5.163
Andre aktiver	137.730	167.743
<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.830.269</b>	<b>9.197.213</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	7.824.999	9.191.739
Afledte finansielle instrumenter 1)	270	174
Anden gæld	5.000	5.300
<b>Passiver i alt</b>	<b>7.830.269</b>	<b>9.197.213</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	5.107.027	6.316.324
Nyemitterede finansielle instrumenter der planlægges børsnoteret	1.952.930	2.203.075
Øvrige finansielle instrumenter	626.476	504.734
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>7.686.433</b>	<b>9.024.133</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	9.191.739	
Emissioner i perioden	865.041	
Indløsninger i perioden	-2.611.956	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	18.876	
Periodens resultat	361.299	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>7.824.999</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	7.824.999	7.078.905
Cirkulerende kapital (t.kr.)	7.837.350	8.084.960
Indre værdi	9.984,24	8.755,65
Afkast (pct.) *)	4,27	3,25
Benchmarkafkast (pct.) *)	4,76	4,25
Omkostningspct. *)	0,67	0,64
ÅOP	1,68	1,68

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## GLOBAL RESTRICTED

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Investeringerne er underlagt særlige etiske restriktioner

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2010

Risikoklasse: Middel

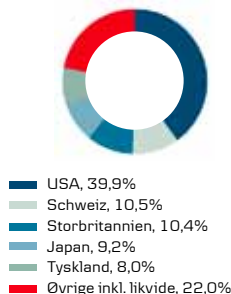
Benchmark: MSCI AC World incl. udbytte

Fondskode: DK0060229284

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING



Afdelingen gav i første halvår 2011 et negativ afkast på 4,73 pct., mens benchmark faldt 3,05 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og indfriele ikke vores moderat positive forventninger til aktiemarkederne.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingens afkast var 1,68 procentpoint lavere end faldet i benchmark. Vi havde en lille position i det italienske ingeniørselskab Maire Technimont, som faldt 61 pct. i første halvår efter problemer med et stort projekt i Brasilien. Cisco, der faldt 28 pct., og Bank of New York Mellon, der faldt 23 pct., skuffede også markedets forventninger og var nummer to og tre på listen over negative bidrag til performance. Vores allokering mellem sektorer og regioner havde ikke væsentlig indflydelse på performance.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne

i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingens strategi er at finde attraktivt prisfaste selskaber med stærke brands og forretningsmodeller. Vi nyinvesterer typisk i områder, hvor kortsigtede forhold presser kurserne og åbner mulighed for langsigtede investorer som os. Vi mener generelt, at store stabile vækstaktier i lyset af den makroøkonomiske situation ser relativt billige ud, og afdelingen har store positioner i stabile forbrugsselskaber, industri, sundhed og it – på bekostning af blandt andet finansaktier.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

### DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
107				



## GLOBAL RESTRICTED

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>21.05.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	3.858	102
Kursgevinster og tab	-13.820	-2.912
Administrationsomkostninger	-1.886	-168
Resultat før skat	-11.848	-2.978
Rente- og udbytteskat	-309	-14
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-12.157</b>	<b>-2.992</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	12.575	7.758
Kapitalandele 1)	251.608	189.867
Andre aktiver	711	189
<b>Aktiver i alt</b>	<b>264.894</b>	<b>197.814</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	264.882	197.396
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	418
Anden gæld	12	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>264.894</b>	<b>197.814</b>
<b>Note 1: Finansielle instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>30.06.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	251.608	189.867
Øvrige finansielle instrumenter	12.575	7.758
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>264.183</b>	<b>197.625</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	197.396	
Emissioner i perioden	113.760	
Indløsninger i perioden	-34.346	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	229	
Periodens resultat	-12.157	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>264.882</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	264.882	126.343
Cirkulerende kapital (t.kr.)	250.834	127.500
Indre værdi	105,60	99,09
Afkast (pct.) *)	-4,73	-0,91
Benchmarkafkast (pct) *)	-3,05	-
Omkostningspct. *)	0,76	0,81
ÅOP	1,82	2,00

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten, hvor afkastet er opgjort for perioden 21/5 - 31/12-2010, og hvor omkostningsprocenten er omregnet til helår.

## KOMMUNER 4

Investerer i rentebærende obligationer, denomineret i danske kroner. Obligationerne har en maksimal gennemsnitlig varighed på 4 år

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoklasse: Lav

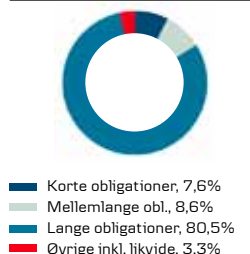
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto-beskattede investorer, varighed på 3 år.

Fondskode: DK0016205685

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LØBETIDSFORDELING



### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,64
Standardafvigelse	2,52
Tracking error	0,90
Information Ratio	0,01
Jensen Alpha	0,00

Sharpe Ratio (benchmark)	0,69
Standardafvigelse (benchmark)	2,33

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 0,32 pct., mens benchmark steg med 0,18 pct. Afdelingens afkast er således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Vores forventning i starten af året til svagt stigende renter holdt stik i 1. kvartal, mens renterne faldt tilbage i 2. kvartal. Samlet set er renterne dog steget lidt i 1. halvår. Afdelingens andel af realkreditobligationer bidrog positivt til det samlede afkast, hvorimod afdelingens undervægt i de lange statsobligationer bidrog negativt til afkastet.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med fokus på at købe obligationer med variabel rente kombineret med lange fast forrentede realkreditobligationer. Denne kombination forventer vi vil klare sig godt, hvis nationalbankerne sætter renterne yderligere op. Vi forventer at fastholde overvægten af realkreditobligationer i den kommende periode.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

### DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
100	119	124	130	153

## KOMMUNER 4

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	18.429	19.447
Kursgevinster og tab	-13.163	30.077
Administrationsomkostninger	-1.842	-1.789
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>3.424</b>	<b>47.735</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	33.506	711
Obligationer 1)	1.012.383	1.034.827
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	9.780
Andre aktiver	10.716	9.319
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.056.605</b>	<b>1.054.637</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	1.056.552	1.054.636
Anden gæld	53	1
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.056.605</b>	<b>1.054.637</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.012.383	1.034.827
Øvrige finansielle instrumenter	33.506	711
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.045.889</b>	<b>1.035.538</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	1.054.636	
Udlodning fra sidste år	-18.165	
Emissioner i perioden	94.735	
Indløsninger i perioden	-78.350	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	272	
Periodens resultat	3.424	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.056.552</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.056.552	1.107.775
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.054.966	1.072.617
Indre værdi	100,15	103,28
Afkast (pct.) *)	0,32	4,64
Benchmarkafkast (pct.) *)	0,18	4,59
Acontoudlodning	1,50	1,75
Omkostningspct. *)	0,17	0,17
ÅOP	0,46	0,46

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## KOMMUNER 5

Investerer i rentebærende obligationer, denomineret i danske kroner. Obligationerne har en maksimal gennemsnitlig varighed på 5 år

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2000

Risikoklasse: Lav

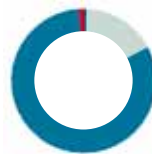
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto-beskattede investorer, varighed på 4 år.

Fondskode: DK0016205768

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LØBETIDSFORDELING



■ Korte obligationer, 0,4%
■ Mellemlange obl., 16,8%
■ Lange obligationer, 81,7%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,60
Standardafvigelse	3,22
Tracking error	0,99
Information Ratio	0,05
Jensen Alpha	0,01

Sharpe Ratio (benchmark)	0,62
Standardafvigelse (benchmark)	3,05

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 0,40 pct., mens afdelingens benchmark steg 0,08 pct. Afdelingens afkast er således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Vores forventning i starten af året til svagt stigende renter holdt stik i 1. kvartal, mens renterne faldt tilbage i 2. kvartal. Samlet set er renterne dog steget lidt i 1. halvår. Afdelingens andel af realkreditobligationer bidrog positivt til det samlede afkast, hvorimod afdelingens undervægt i de lange statsobligationer bidrog negativt til afkastet.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

Afdelingen vil fortsat følge en forsigtig investeringsstrategi med fokus på at købe obligationer med variabel rente kombineret med lange fast forrentede realkreditobligationer. Denne kombination forventer vi vil klare sig godt, hvis nationalbankerne sætter renterne yderligere op. Vi forventer at fastholde overvægten af realkreditobligationer i den kommende periode.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

### DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
100	122	126	133	158

## KOMMUNER 5

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	3.941	4.644
Kursgevinster og tab	-2.778	7.617
Administrationsomkostninger	-521	-386
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>642</b>	<b>11.875</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	1.850	6.553
Obligationer 1)	178.498	202.417
Andre aktiver	2.159	2.172
<b>Aktiver i alt</b>	<b>182.507</b>	<b>211.142</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	182.347	211.142
Anden gæld	160	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>182.507</b>	<b>211.142</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	178.498	202.417
Øvrige finansielle instrumenter	1.850	6.553
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>180.348</b>	<b>208.970</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	211.142	
Udlodning fra sidste år	-5.476	
Emissioner i perioden	922	
Indløsninger i perioden	-24.924	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	41	
Periodens resultat	642	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>182.347</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	182.347	223.574
Cirkulerende kapital (t.kr.)	175.902	206.692
Indre værdi	103,66	108,17
Afkast (pct.) *)	0,40	5,41
Benchmarkafkast (pct.) *)	0,08	5,66
Acontoudlodning	1,50	2,00
Omkostningspct. *)	0,26	0,17
ÅOP	0,47	0,47

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Investerer i rentebærende europæiske obligationer, herunder erhvervsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller EUR

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2003

Risikoklasse: Lav

Benchmark: 60% Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer & 40% Barclays Capital i virksomhedsobligationer i rating-intervallet fra A1 A+ til Baa3 BBB hedged til DKK.

Fondskode: DK0016242373

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



■ Korte obligationer, 14,6%  
■ Mellemlange obl., 26,1%  
■ Lange obligationer, 56,5%  
■ Øvrige inkl. likvide, 2,8%

## NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,46
Standardafvigelse	3,92
Tracking error	1,40
Information Ratio	0,14
Jensen Alpha	-0,01

Sharpe Ratio (benchmark)	0,52
Standardafvigelse (benchmark)	3,11

Måleperiode: Jun. 2006 til jun. 2011

Afdelingen gav i første halvår 2011 et afkast på 1,25 pct., mens benchmark steg med 0,67 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende. I overensstemmelse med vores forventninger ved årsskiftet steg renterne på danske statsobligationer, samtidig med at virksomhedsobligationer gav et højere afkast end statsobligationer.

Første kvartal var præget af rentestigninger og indsnævring af kreditspændene, mens udviklingen var stik modsat i andet kvartal. For halvåret som helhed blev slutresultatet rentestigninger på 0,25-0,50 pct. på danske statsobligationer. For investment grade virksomhedsobligationer blev kreditspændene i gennemsnit indsnævret med 0,25 procentpoint.

Afdelingens afkast var 0,58 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Ca. to tredjedele af merafkastet kunne henføres til delporteføljen af europæiske virksomhedsobligationer, mens de danske obligationer stod for resten. Merafkastet på den danske del af porteføljen skyldtes dels, at den var overvægtet i realkreditobligationer, dels at den havde en lidt mindre renterisiko end benchmark.

Vi vurderer, at vækstobremningen i 1. halvår var forårsaget af midlertidige faktorer, og vi forventer, at væksten vil blive en smule stærkere i 2. halvår. På den baggrund forventer vi, at ECB vil fortsætte med at forhøje sin ledende rentesats, og at også de lange renter vil ligge på niveau eller lidt højere ved årets udgang. Vi har fortsat et moderat positivt syn på virksomhedsobli-

gationer, som vi forventer vil klare sig en smule bedre end statsobligationer i 2. halvår. Virksomhedernes finansielle forhold er fortsat meget solide, idet virksomhederne over de seneste år har formået at opbygge store kontantbeholdninger og nedbringe deres gearing til et meget lavt niveau.

På den baggrund fastholder vi afdelingens overvægt i virksomhedsobligationer. I den danske del af porteføljen fastholdes en stor overvægt af realkreditobligationer og en renterisiko lidt lavere end benchmark.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

## DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
102	124	126	134	

# KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	3.419	3.565
Kursgevinster og tab	-979	4.056
Administrationsomkostninger	-429	-389
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>2.011</b>	<b>7.232</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	4.175	4.713
Obligationer 1)	146.762	208.247
Afledte finansielle instrumenter 1)	176	116
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.497	0
Andre aktiver	2.105	3.525
<b>Aktiver i alt</b>	<b>155.715</b>	<b>216.601</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	154.485	216.503
Afledte finansielle instrumenter 1)	13	98
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.208	0
Anden gæld	9	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>155.715</b>	<b>216.601</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	146.762	208.247
Øvrige finansielle instrumenter	4.338	4.731
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>151.100</b>	<b>212.978</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	216.503	
Udlodning fra sidste år	-5.142	
Emissioner i perioden	3.997	
Indløsninger i perioden	-63.095	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	211	
Periodens resultat	2.011	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>154.485</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	154.485	194.091
Cirkulerende kapital (t.kr.)	148.479	182.243
Indre værdi	104,05	106,50
Afkast (pct.) *)	1,25	4,91
Benchmarkafkast (pct) *)	0,67	4,87
Acontoudlodning	1,75	2,00
Omkostningspct. *)	0,27	0,24
ÅOP	0,65	0,73

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# ONLINE DANSKE OBLIGATIONER INDEKS

Investerer indeksbaseret i obligationer denomineret i danske kroner.

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 2009

Risikoklasse: Lav

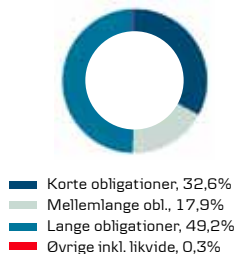
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto-beskattede investorer, varighed på 5 år

Fondskode: DK0060175255

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LØBETIDSFORDELING



Afdelingen gav har givet et afkast på -0,30 pct. , mens benchmark faldet 0,02 pct. i samme periode. Afdelingens afkast er således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark. Vores forventninger ved årets start om svagt stigende renter med store udsving på obligationsmarkederne undervejs blev til dels indfriet i første halvår.

Året startede med rentestigninger som følge af høj økonomisk global vækst. Medvirkende til de stigende renter var også Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at hæve den ledende rente i starten af april med 0,25 procentpoint. Nationalbanken fulgte trop og hævede ligeledes udlånsrenten med 0,25 procentpoint. I løbet af foråret kom der tegn på opbremsning af økonomien samt fornyet fokus på gældsproblemerne i Sydeuropa. Renterne faldt derfor løbende gennem 2. kvartal. Halvåret endte samlet set med mindre rentestigninger i de korte obligationer og stort set uforandrede renter i de lange 10-årige statsobligationer.

Afdelingens afkast var 0,28 procentpoint lavere end faldet i benchmark, og der var således ikke en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Vi forventer, at nogle centralbanker vil stramme pengepolitikken og hæve de ledende renter yderligere. Derfor forventer vi, at renten vil ligge på et lidt højere niveau ved årets udgang. Vi har fortsat et positivt syn på realkreditobligationer, da de forventes at give et højere afkast i et scenarie, hvor renterne siger.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
99				



# ONLINE DANSKE OBLIGATIONER INDEKS

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	215	236
Kursgevinster og tab	-247	528
Administrationsomkostninger	-24	-13
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-56</b>	<b>751</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	26	32
Obligationer 1)	11.573	12.447
Andre aktiver	194	231
<b>Aktiver i alt</b>	<b>11.793</b>	<b>12.710</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	11.793	12.674
<b>Passiver i alt</b>	<b>11.793</b>	<b>12.674</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	11.573	12.447
Øvrige finansielle instrumenter	26	32
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>11.599</b>	<b>12.479</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	12.674	
Udlodning fra sidste år	-825	
Periodens resultat	-56	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>11.793</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	11.793	12.710
Cirkulerende kapital (t.kr.)	11.800	11.800
Indre værdi	99,94	107,71
Afkast (pct.) *)	-0,30	6,50
Benchmarkafkast (pct.) *)	-0,02	6,72
Omkostningspct. *)	0,19	0,11
ÅOP	0,29	0,31

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# ONLINE GLOBAL INDEKS

Investerer indeksbaseret i henhold til Morgan Stanleys World Index for globale aktier

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 2009

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI World Cap inkl. udbytter

Fondskode: DK0060175339

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LANDEFORDELING



USA, 49,5%
Storbritannien, 9,7%
Japan, 8,5%
Canada, 4,5%
Schweiz, 4,5%
Øvrige inkl. likvide, 23,3%

Afdelingen gav i første halvår 2011 et negativt afkast på 2,47 pct., medens benchmark faldt 2,49 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, men indfrie ikke vores moderat positive forventninger til det globale aktiemarked.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingens afkast var 0,02 procentpoint højere end benchmark, hvilket var tilfredsstillende.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringer i markederne" og "Risici samt risikostyring".

DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
110				

# ONLINE GLOBALE INDEKS

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	403	323
Kursgevinster og tab	-899	848
Administrationsomkostninger	-47	-33
Resultat før skat	-543	1.138
Rente- og udbytteskat	-43	-37
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-586</b>	<b>1.101</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	605	903
Kapitalandele 1)	21.833	22.685
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	37
Andre aktiver	71	34
<b>Aktiver i alt</b>	<b>22.509</b>	<b>23.659</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	22.508	23.659
Anden gæld	1	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>22.509</b>	<b>23.659</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	21.833	22.685
Øvrige finansielle instrumenter	605	903
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>22.438</b>	<b>23.588</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	23.659	
Udlodning fra sidste år	-567	
Emissioner i perioden	2	
Periodens resultat	-586	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>22.508</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	22.508	21.056
Cirkulerende kapital (t.kr.)	16.201	16.200
Indre værdi	138,93	129,98
Afkast (pct.) *)	-2,47	5,28
Benchmarkafkast (pct.) *)	-2,49	5,72
Omkostningspct. *)	0,20	0,16
ÅOP	0,43	0,44

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

# USA

Investerer i amerikanske aktier

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2009

Risikoklasse: Middel

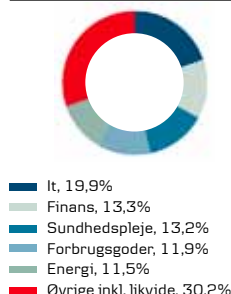
Benchmark: MSCI USA incl udbytter

Fondskode: DK0060186294

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## BRANCHEFORDELING



Afdelingen gav i første halvår 2011 et negativt afkast på 3,93 pct., mens benchmark faldt 1,94 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, og vores moderat positive forventninger til amerikanske aktier ved årsskiftet er ikke blevet indfriet.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingens afkast var 1,99 procentpoint dårligere end benchmark. Der var især negative bidrag til performance fra aktieudvælgelsen i sektorerne industri og cyklisk forbrug, mens de positive bidrag kom fra aktieudvælgelsen i stabilt forbrug, it og finanssektoren.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Afdelingen er neutralt allokeret mellem de to mandater vækst og value, hvoraf sidstnævnte er indeksbaseret.

Vi finder således ikke det ene markedssegment mere attraktivt end det andet for tiden. Porteføljerådgiveren for vækstsegmentet har aktuelt en mere pro-cyklisk eksponering, idet de har relativt positive vækstforventninger. Dette betyder bl.a., at it- og industrisektorerne overvægtes.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
109				

# USA

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	37.833	26.610
Kursgevinster og tab	-180.590	221.023
Administrationsomkostninger	-24.318	-19.476
Resultat før skat	-167.075	228.157
Rente- og udbytteskat	-5.010	-3.782
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-172.085</b>	<b>224.375</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	68.687	45.628
Kapitalandele 1)	3.860.690	3.569.743
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.029	16.373
Andre aktiver	4.373	2.295
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.939.779</b>	<b>3.634.039</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	3.936.187	3.632.421
Mellemværende vedr. handelsafvikling	266	551
Anden gæld	3.326	1.067
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.939.779</b>	<b>3.634.039</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	3.860.690	3.569.743
Øvrige finansielle instrumenter	68.687	45.628
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>3.929.377</b>	<b>3.615.371</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	3.632.421	
Udlodning fra sidste år	-312.103	
Emissioner i perioden	1.129.488	
Indløsninger i perioden	-343.283	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.749	
Periodens resultat	-172.085	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.936.187</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.936.187	2.968.171
Cirkulerende kapital (t.kr.)	3.361.163	2.520.951
Indre værdi	117,11	117,74
Afkast (pct.) *)	-3,93	8,77
Benchmarkafkast (pct.) *)	-1,94	9,02
Omkostningspct. *)	0,62	0,66
ÅOP	1,58	1,41

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

## USA LOW VOLATILITY - ACCUMULATING

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i USA. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2008

Risikoklasse: Middel

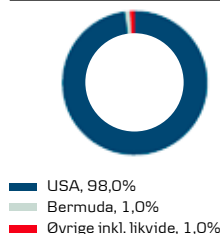
Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060143485

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Risikorådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING



Afdelingen gav i første halvår 2011 et afkast på 5,36 pct. opgjort i dollar, hvilket er i overensstemmelse med vores moderat positive forventninger til det amerikanske aktiemarked ved årets indgang. Afdelingen har intet benchmark.

Målt i danske kroner faldt de globale aktiemarkeder, men det skyldes primært, at den amerikanske dollar blev svækket 7 pct. i forhold til danske kroner. I lokal valuta steg amerikanske og europæiske aktier, mens de asiatiske aktier faldt. Gode regnskaber påvirkede markederne positivt, mens jordskælv i Japan, statsgældsproblemer i Sydeuropa og svage økonomiske nøgletal i slutningen af halvåret trak i modsat retning.

Afdelingen har givet et tilfredsstillende afkast i første halvår særligt set i lyset af sin defensive strategi, hvor markedet er steget opgjort i amerikanske dollars. Overvægten i Sundhed har bidraget positivt til afkastet, ligesom undervægten indenfor Finans har bidraget positivt. Den defensive strategi har medført, at aktievælgelsen i Mid Cap har givet et relativt lavere afkast en for referenceindekset MSCI USA.

Vi imødeser et fortsat volatilt, men positivt aktiemarked resten af året. I forhold til indtjeningen forekommer aktiekurserne relativt lave, og vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter. Statsgældsproblemerne i de udviklede økonomier må dog forventes fortsat at kunne medføre perioder med betragtelig usikkerhed og faldende kurser.

Ved udgangen af første halvår var afdelingen undervægtet i Large Cap selskaber og overvægtet i Mid Cap selskaber. Energi var undervægtet og Sundhed og Forsyning overvægtet.

For nærmere redegørelse om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk). Der henvises i øvrigt til beretningens afsnit om forventninger under "Investeringsmarkederne" og "Risici samt risikostyring".

### DET ER 100 KR BLEVET TIL

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
124				

## USA LOW VOLATILITY - ACCUMULATING

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 USD

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	<b>1.1.-30.06.10</b>
Renter og udbytter	206	1.632
Kursgevinster og tab	700	-7.144
Administrationsomkostninger	-109	-762
Resultat før skat	797	-6.274
Rente- og udbytteskat	-30	-237
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>767</b>	<b>-6.511</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Likvide midler 1)	133	120
Kapitalandele 1)	13.723	16.613
Andre aktiver	20	18
<b>Aktiver i alt</b>	<b>13.876</b>	<b>16.751</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	13.876	16.751
<b>Passiver i alt</b>	<b>13.876</b>	<b>16.751</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.11</b>	<b>31.12.10</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	13.723	16.613
Øvrige finansielle instrumenter	133	120
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>13.856</b>	<b>16.733</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.11</b>	
Medlemmernes formue primo	16.751	
Emissioner i perioden	188	
Indløsninger i perioden	-3.833	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3	
Periodens resultat	767	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>13.876</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2011</b>	<b>1. halvår 2010</b>
Medlemmernes formue (t.USD)	13.876	93.236
Cirkulerende kapital (t.USD)	12.329	102.951
Indre værdi	112,55	90,56
Afkast [pct.] *)	5,36	-5,03
Omkostningspct. *)	0,74	0,66
ÅOP	1,49	1,38

\*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

