

Investeringsforeningen Alfred Berg Invest

# Årsrapport 2011

Offentliggjort 12. marts 2012

# Investeringsforeningen Alfred Berg Invest

Årsrapport 2011

Offentliggjort 12. marts 2012

## Indholdsfortegnelse

---

Påtegninger .....	3
Ledespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer .....	4
Ledelsesberetning .....	5
Generelt for afdelingerne .....	5
Bestyrelse og direktion .....	7
Udviklingen i 2011.....	8
Forventningerne til 2012 .....	9
Risici og risikostyring .....	10
Generelle risikofaktorer.....	12
Anvendt regnskabspraxis .....	14
Nøgletalsdefinitioner .....	15
Årsrapportering for afdelingerne.....	17
Afdeling Danske Indeks .....	18
Afdeling Emerging Markets Obligationer .....	22
Afdeling Gobal Minimum Variance .....	26
Afdeling High Yield Obligationer .....	32
Afdeling Lange Danske Obligationer .....	36
Afdeling PensionPlanner 2 .....	40
Afdeling PensionPlanner 3 .....	44
Afdeling PensionPlanner 4 .....	48
Afdeling PensionPlanner 5 .....	52
Afdeling PensionPlanner 6 .....	56
Afdeling PensionPlanner 7 .....	60
Afdeling Rusland .....	64
Afdeling Sektorallokering Danmark .....	68
Fællesnoter .....	74
Fund Governance .....	76
Foreningsoplysninger .....	79

---

# PÅTEGNINGER

## LEDELSESPÅTEGNING

---

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011 for Investeringsforeningen Alfred Berg Invests 13 afdelinger .

Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2011 samt af

resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for de forhold, beretningen omhandler, herunder de enkelte afdelingsberetninger.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 12. marts 2012

Direktion

Thomas Einfeldt  
Administrerende direktør  
Alfred Berg Administration A/S

Bestyrelsen

Morten Riise-Knudsen  
Formand

Niels Ulrik Heine

Lars Andersen

## DEN UAFHÆNGIGE REVISORS ERKLÆRINGER

---

### *Til medlemmerne i*

### ***Investeringsforeningen Alfred Berg Invest***

#### **Påtegning på årsregnskabet**

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Alfred Berg Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011, der omfatter anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter for 13 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

#### *Ledelsens ansvar for årsregnskabet*

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

#### *Revisors ansvar*

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

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, som er relevant for foreningens udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere

vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskabet.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

#### *Konklusion*

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2011 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

#### **Udtalelse om ledelsesberetningen**

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst ledelsesberetningen, herunder de enkelte afdelingsberetninger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskabet.

Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen, herunder de enkelte afdelingsberetninger er i overensstemmelse med årsregnskabet.

København, den 12. marts 2012

#### **Deloitte**

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Jens Ringbæk  
statsautoriseret revisor

# LEDELSESBERETNING

## GENERELT FOR AFDELINGERNE

Oplysningerne i de følgende afsnit er relevante for alle afdelinger

### Resultat og formue

Foreningen realiserede i 2011 et samlet underskud på 179 mio. mod et overskud på 407 mio. kr. i det foregående år.

Foreningen havde ved regnskabsårets udgang en formue på 3.161 mio. kr., hvilket er 746 mio. kr. eller 19 % mindre end formuen ved udgangen af foregående år. Af denne formuenedgang kan 426 mio. kr. henføres til medlemmernes nettoindløsning af andele.

### Udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at foreningen udlodder følgende udbytter for 2011.

Afdeling	Udbytte (kr. pr. andel)
Danske Indeks	0,00
Emerging markets obligationer	8,50
Global Minimum Variance	0,00
High yield obligationer	2,75
Lange danske obligationer	7,25
Rusland	13,00
Sektorallokering Danmark	3,75

### Etablering, fusion og ændring af afdelinger

#### 3 nye afdelinger

På et bestyrelsesmøde 24. november 2010 besluttede foreningens bestyrelse at etablere tre nye afdelinger, *Danske Indeks*, *Sektorallokering Danmark* og *Global Minimum Variance*. De tre nye afdelinger fik i februar og marts 2011 de nødvendige myndighedsgodkendelser. Afdelingerne blev noteret på NASDAQ OMX Copenhagen med første handelsdag 7. marts 2011.

#### Afdelingsfusioner

Efter Finanstilsynets godkendelse af endelig generalforsamlingsbeslutning 30. juni 2011 fusioneredes afdelingerne *USA*, *Nordiske Aktier*, *Europæiske Aktier* og *Global Minimum Variance* med afdeling *Europæiske Aktier* som fortsættende afdeling. I forbindelse med fusionen ændrede afdeling *Europæiske Aktier* navn til afdeling *Global Minimum Variance*. Desuden ændredes afdelingens investeringsprofil således, at den svarer til investeringsprofilen for den ophørende afdeling *Global Minimum Variance*, der

investerer i en portefølje af globale aktier med henblik på at begrænse volatiliteten i afdelingens formueværdi. Fusionen blev gennemført som en skattepligtig fusion den 3. oktober 2011.

Samme dag fusioneredes afdelingerne *Danske Aktier* og *Sektorallokering Danmark* skattefrit med afdeling *Sektorallokering Danmark* som fortsættende afdeling.

#### Afdelingsændring

På den ekstraordinære generalforsamling 30. juni 2011 blev det endeligt besluttet at ændre vedtægternes § 6 vedrørende afdeling *Danske Indeks*, således at afdelingen er udloddende og ikke akkumulerende. Ændringen, der alene er begrundet af skattehensyn, har skattemæssig virkning fra 1. januar 2012.

### Indregning og måling

Der er ved aflæggelsen af dette årsregnskab ikke konstateret usikkerhed ved indregning og måling, da langt størstedelen af afdelingernes aktiver udgøres af børsnoterede værdipapirer på effektive markeder.

### Væsentlige begivenheder siden årsskiftet

Foreningen har ikke i perioden siden balancedagen konstateret forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten.

### Videnressourcer

Foreningen har ingen ansatte, men baserer sig på eksterne samarbejdspartnere. Den overvejende del af foreningens videnbase er derfor placeret hos de medarbejdere, der er ansat hos samarbejdspartnerne.

Foreningens bestyrelse lægger afgørende vægt på at sikre, at den viden og de kompetencer, der er forankret hos samarbejdspartnerne beskyttes og udvikles. Bestyrelsen modtager og evaluerer derfor løbende rapportering om samarbejdspartnerne initiativer til at sikre, at den nødvendige viden om foreningens virksomhed og arbejdsbetingelser bevares og udvikles.

Ledelsen vurderer, at foreningen og dens rådgivere i fællesskab for samtlige afdelingers vedkommende råder over finansiel og administrativ videnskabsrådgivning med den nødvendige bredde og dybde. Ingen af afdelingerne er således afhængige af videnressourcer,

der er af særlig betydning for den fremtidige indtjening.

#### **Redegørelse om samfundsansvar**

Foreningen har ikke formuleret en selvstændig politik for samfundsansvar, idet alle foreningens aktiviteter varetages af eksterne samarbejdspartnere.

For at sikre at foreningens midler forvaltes på en ansvarlig måde har bestyrelsen lagt vægt på, at foreningens rådgivere anerkender FNs principprogram for etiske investeringer (UNPRI). Bestyrelsen lægger

også vægt på, at rådgiverne er medlem af Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), et samarbejdsforum for pensionskasser og andre institutionelle investorer om klimaforandringer.

#### **FINANSKALENDER 2012**

- |                 |   |
|-----------------|---|
| 12. marts 2012  | Offentliggørelse af årsrapport for 2011                   |
| 10. april 2012  | Ordinær generalforsamling                                 |
| 23. august 2012 | Offentliggørelse af halvårsrapport for første halvår 2012 |

## BESTYRELSE OG DIREKTION

---

### **Bestyrelsen**

Bestyrelsen, der vælges af generalforsamlingen, består af mindst 3 og højst 7 medlemmer. Bestyrelsen vælger selv sin formand. Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Mellem flere medlemmer, der har fungeret lige længe, bestemmes afgangens ved lodtrækning. Genvælg kan finde sted. Ethvert medlem af bestyrelsen afgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år.

Bestyrelsen har i 2011 afholdt møder på følgende datoer: 9. marts, 22. juni, 24. august samt 23. november. Foreningens ordinære generalforsamling fandt sted 28. marts 2011.

### **Bestyrelsens medlemmer**

#### ***Morten Riise-Knudsen, formand (f. 1950)***

Advokat (H), Købmagergade 3, 1100 København K

Indtrådte i bestyrelsen 13. marts 2006.

#### *Andre ledelseshverv:*

Bestyrelsesformand i Investeringsforeningerne Indeks og FRR, Investeringsinstitutforeningen Tertium Invest, ChaChaCha A/S samt Bent Stegmann & Hustrus Fond. Medlem af bestyrelsen for, JLP Holding ApS, A/S Anjo, Ancheril Holding ApS, Reda Camel Holding ApS og MHC Holding ApS. Vice President i American Club. Bestyrelsesmedlem i Carl Nielsen-selskabet.

#### ***Niels Ulrik Heine (f. 1948)***

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

Indtrådte i bestyrelsen 13. marts 2006.

#### *Andre ledelseshverv:*

Bestyrelsesformand i Ingeniørfirmaet Lytzen Holding

A/S, Ingeniørfirmaet Lytzen A/S, MediLink A/S, A/S Michelsen & Rasmussen, Respira ApS, Ejendomsanpartsselskabet Akemi, Guldberg Ejendoms- og Investeringselskab A/S, Vianordic A/S, Viafrance A/S, Biofac A/S, Kemisk Fabrik Orthana A/S, Danipharm A/S, Pharmadan A/S, Nordisk Kriminal Krønike ApS, Livrex ApS, Gladsaxe Klip & Buk A/S, Ejendomsselskabet Hørkær 5 A/S, Bengtson & Frydendall A/S, Viscom A/S, Virum Motor Co A/S, Mogens Brask A/S samt P. Rørvig Holding A/S.

Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningerne Indeks og FRR, Investeringsinstitutforeningen Tertium Invest samt Ejendomsadministrationen 4-B A/S, Lars Erik Weinås Holdingfond.

#### ***Lars Andersen, næstformand (f. 1964)***

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

Indtrådte i bestyrelsen den 14. november 1994.

#### *Andre ledelseshverv:*

Medlem af bestyrelsen i Investeringsinstitutforeningen Tertium Invest samt IEC A/S. Formand for bestyrelsen i Nærsikring A/S. Delegeret i AP Pension. Direktør i Sønderjysk Finans A/S og Sønderjysk Ejendomme A/S.

### **Direktion**

#### ***Thomas Einfeldt (f. 1960)***

Adm. direktør, Alfred Berg Administration A/S, Amaliegade 3, 1256 København K.

Tiltrådt som direktør 1. juli 2010.

## UDVIKLINGEN I 2011

---

Den økonomiske udvikling i 2011 skuffede i forhold til forventningerne, der ved årets begyndelse var ganske positive. Men tsunamikatastrofen i Japan, uroen i Mellemøsten og svigtende politisk mandsmod og handlekraft i både USA og Europa svækkede det i forvejen skrøbelig globale opsving. Investorerne reagerede med omlægninger fra aktier til obligationer, hvilket førte til store tab på aktiemarkedene og pæne afkast i de obligationsmarkeder, der ikke er tyngt af særlige gældsproblemer.

### Fire hårde slag til den globale økonomi

Fra begyndelsen af 2011 var forventningerne til den globale økonomiske udvikling ganske positive. Men fire faktorer fik afgørende negativ betydning for året:

- De menneskelige og materielle tab efter den japanske tsunamikatastrofe i marts 2011 slog for en tid Japans økonomi (verdens tredjestørste) fuldstændig ud. Denne katastrofe alene skønnes at have bremset den globale økonomiske vækst i 2011 med omkring 0,5 pct.-point, fordi en stor del af det Japanske produktionsapparat gik i stå og leverancer af varer og komponenter til resten af verden blev voldsomt reduceret og forsinket.
- Det taktiske spil i amerikansk indenrigspolitik rejste tvivl, om USA magtede at tage fat i landets galopperende budgetunderskud og den deraf følgende gældsopbygning. Problemet forstærkedes af nedgraderingen af amerikansk statsgæld fra AAA til AA+.
- Fra Tunesien bredte oprøret mod upopulære diktatorer sig til en række andre mellemøstlige lande med betydelig uro til følge. Ustabiliteten i regionen fik dermed ny næring, og pressede olie og energipriserne betydeligt i vejret i året løb
- Den græske gældsnedsmeltning monopoliserede det politiske fokus i Europa og blokerede reelt for vigtige og nødvendige beslutninger om fremtiden for EUs økonomisk-politiske samarbejde og – ikke mindst – euroen.

Hver for sig har disse faktorer været direkte med til at bremse den økonomiske vækst i 2011. Samtidig har de bidraget til frygten for en ny global økonomisk krise; en krise, som de allerede dybt forgældede vestlige økonomier ikke ville kunne tæmme med finanspolitik. Denne frygt bidrog selvsagt yderligere til den faldende vækst.

### Stor vækstforskel mellem I- og U-økonomier

Den globale vækst faldt til under 4 % fra det foregående års niveau på knapt 5 %. Vækststopbremsningen var kraftigst i de modne vestlige økonomier, der i gennemsnit kun skønnes at have vokset med 1,6 % i

2011 (mod 2,2 % i 2010). For udviklingsmarkederne estimeres væksten i 2011 til godt 6 %.

De historisk store budgetunderskud i USA og Europa og de betragtelig stasgælds niveauer gør det meget vanskeligt at bruge finanspolitik som løftestang for væksten. Det finanspolitiske råderum er simpelthen udtømt.

Med Vestens svage økonomiske vækst ser den betydelig arbejdsløshed derfor ud til at blive et langvarigt problem. Det skønnes at USA først kan forvente at bringe arbejdsløsheden under 8 % i 2014. I de hårdst ramte europæiske økonomier er udsigterne endog mørkere: I Spanien ventes arbejdsløsheden først at komme under 15 % i 2017, mens Irland forventes at skulle leve med en arbejdsløshed på over 10 % i samme periode.

### De finansielle markeder

Med udsigterne til en langvarig konjunkturfatning og optræk til ny finansiell uro søsatte centralbankerne i både USA og EU i 2011 meget omfattende pengepolitiske programmer for at øge likviditeten i det finansielle system, sænke renten og skabe nyt økonomisk momentum.

Og renten faldt i lande med orden i økonomien, hvilket kom obligationerne til gode. Disse lande oplevede 15-20 % afkast på lange statsobligationer.

Derimod blev gældsplagede lande straffet hårdt med negative obligationsafkast. Hårdest ramt var selv sagt græske obligationer. Den græske 10 årige obligation faldt omkring 60 % i 2011.

USA er et specialtilfælde, der stadig nyder godt af sin status som *safe haven* for mange internationale investorer, selvom landets gældssituation faktisk er ringere end EU under ét. Den 10-årige amerikanske statsobligation præsterede et afkast på godt 13 %.

Den forholdsvis lave danske statsgæld og et relativt begrænset budgetunderskud har givet stor efterspørgsel efter danske obligationer. Den danske 10-årige statsobligation gav derfor et afkast på 15 % i 2011, mere end det tilsvarende tyske statspapir.



Aktiemarkedene faldt generelt med 10-20 % over hele verden, undtagen i USA som holdt sig omkring 0 %. Det danske KAX-indeks faldt med 17 %.

Aktivklasserne High Yield og Emerging Market obligationer gav 4-8 % i afkast.

Markederne var i årets løb plaget af ekstraordinær usikkerhed og volatilitet, fordi investorerne skiftevis investerede og søgte ly for den aktuelle risiko, et fænomen, der er blevet kaldt risk on, risk off adfærd.

Også valutamarkedene var præget af høj volatilitet. Bevægelsen i EUR/USD-kursen fra årets begyndelse til slutningen blev dog en beskedent udvikling på 3 % i USDs favør. Den danske krone var stærk i 2011, og Danmarks Nationalbank har med løbende rentenedsættelser kæmpet for at forhindre en for kraftig styrkelse.

## FORVENTNINGERNE TIL 2012

---

### Mulighed for pæne afkast i 2012

Udsigterne for vækst og beskæftigelse i 2012 er blandede. Den globale vækst vil formentlig tage til i styrke, hovedsageligt drevet af fremgang de nye økonomier og USA. Vesteuropa og Japan kan til gengæld vente et år med lavvækst; for Japans vedkommende måske negativ vækst.

Dette vækstscenario betyder imidlertid ikke nødvendigvis dårlige investeringsafkast i 2012. Foreningen vurderer, der er udsigt til pæne afkast i de fleste aktivklasser. En enkelt undtagelse er statsobligationer fra blandt andet USA, Tyskland og Danmark, der allerede i 2011 har realiseret store kursstigninger.

Foreningens afkastforventninger hviler på tre forudsætninger:

*For det første* er det afgørende, at vækstimpulsen fra nul-renter og likviditetsrigelighed får mulighed for at virke gennem det økonomiske og finansielle system. Dette forudsætter, at vi undgår negative overraskelser i form af stigende inflation og politiske fejlbeslutninger.

*For det andet* skal EUs budgetpagt vedtages, implementeres og respekteres af medlemslandene. Samtidig skal de nødvendige finanspolitiske stramninger gennemføres i Italien og Spanien. Kun herved genetableres investorernes tillid.

*For det tredje* er det nødvendigt, at USAs spirende konjunkturopsving får et selvstændigt momentum, inden økonomien bliver ramt af bortfaldet af en række finanspolitiske stimuli i 2013. Betingelsen herfor er opblødning på boligmarkedet og arbejdsmarkedet.

### Forventningerne til de finansielle markeder i 2012

Foreningen forventer, at de etablerede aktiemarkeder i lokal valuta vil levere afkast i størrelsesordenen 10-15 % i 2012, mens afkastet i de nye aktiemarkeder i lokal valuta vil blive lidt højere.

De korte renter forventes blive på de nuværende lave niveauer, mens de længere renter i "safehaven" økonomierne (hertil vi henregner Danmark) vil stige. Derfor ventes danske obligationer ikke at kunne levere mere end 1-2 % i afkast.

Afkastpotentialet for obligationer fra nye markeder ventes i størrelsesordenen 4-6 %. Virksomhedsobligationer ventes i gennemsnit at give et afkast på 6-8 %.

### Udsagn om forventninger

Disse forventninger til den økonomiske og finansielle udvikling er udtryk for foreningens aktuelle vurderinger, der i sagens natur er forbundet med stor usikkerhed og derfor ikke kan betragtes som garanti for, hvordan fremtiden vil forløbe. Der er risiko for, at den realiserede udvikling afviger fra foreningens forventninger. Der bør derfor ikke træffes ureflekterede beslutninger eller foretages økonomiske dispositioner alene med udgangspunkt i foreningens forventninger. Foreningen opfordrer til at søge professionel rådgivning i forbindelse med investeringsbeslutninger og andre større økonomiske dispositioner. Foreningen påtager sig ikke noget ansvar, hvis markederne udvikler sig anderledes end forventet.

## RISICI OG RISIKOSTYRING

---

Det er investeringsforeningens væsentligste opgave at forvalte investorenes midler. I forvaltningen inddrages blandt andet hensynet til risikofaktorerne på de finansielle markeder. Risikofaktorerne betydning varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne. Andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. Hertil kommer den risiko, som investorerne påtager sig i forbindelse med deres valg af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde – uanset markedsudviklingen.

Risikoen ved at investere via investeringsforening knytter sig til følgende fire elementer:

### Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden der træffes beslutning om at investere er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, der afspejler investors behov og forventninger. Det er denne investeringsprofil, der bør danne grundlag for sammensætningen af investeringerne.

Investeringsprofilen bør tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Hvis investor f.eks. ønsker en meget stabil udvikling i sin investering i Alfred Berg Invest-andele, eller hvis tidshorizonten er kort, bør investeringen som udgangspunkt ikke medtage afdelinger med høj risiko.

Afdelingernes risikoniveau indikeres blandt andet af risikoklassifikationen i dokumentet Central Investor-information, som gengives i afdelingsregnskabet. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Risikokategorien "1" udtrykker dog ikke en risikofri investering.

Afdelingens placering i risikoklassifikationen bestemmes af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Store historiske udsving svarer til høj risiko og en placering risikokategorierne 6 eller 7. Små udsving afspejler lave risiko og en placering i kategori 1 eller 2. Afdelingens placering på risikoskalaen kan ændre sig med tiden.

Risikoindekset tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer

Det kan være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

### Risici på de finansielle markeder

De finansielle markeder rummer en række risikoelementer, f.eks. kursrisiko på aktier, renterisiko på

obligationer, kreditrisiko og valutarisiko. Foreningen håndterer hver af disse risikofaktorer inden for givne rammer på de mange forskellige markeder, vi investerer i.

Blandt de risikostyringselementer, vi arbejder med, er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, foreningens interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter. Desuden benytter foreningen et antal porteføljerådgivere, der er placeret i udvalgte markeder.

### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Alle investeringsbeslutninger i de aktivt styrede afdelinger bygger på foreningens og rådgivernes forventninger til den fremtidige udvikling i renter og konjunkturer, virksomhedernes indtjening, politiske forhold og andre eksterne faktorer. På grundlag af disse forventninger køber og sælger vi aktier og obligationer for afdelingerne. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne i årsrapporten, har foreningen for hver enkelt afdeling fastsat et *benchmark*, dvs. et indeks, der måler den gennemsnitlige afkastudvikling på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer.

Foreningen vurderer, at disse benchmarks er velegnede som sammenligningsgrundlag, når afdelingernes investeringsresultater skal vurderes. Man skal dog huske, at afdelingernes afkast er opgjort efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger, mens udviklingen i benchmarkafkastet ikke inkluderer omkostninger.

Målet for de afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet af de tilhørende benchmarks. For disse afdelinger søger foreningen de investeringsmuligheder, der kan antages at give det højeste mulige afkast under hensyn til investeringsrisikoen. Afkastet i de

aktivt forvaltede afdelinger vil derfor kunne afvige positivt eller negativt fra benchmarkafkastet.

De afdelinger, der følger en indeksbaseret strategi, sammensætter investeringerne, så afkastet følger benchmarkafkastet tæt. På grund af afdelingernes forvaltningsomkostninger kan det realiserede afkast dog forventes at være lidt lavere end det tilhørende benchmark.

For at begrænse risikoen for at afkastet i de aktivt forvaltede afdelinger afviger betydeligt fra benchmark, kan foreningens bestyrelse fastlægge konkrete rammer for afdelingernes investeringer. For de aktivt forvaltede aktieafdelinger vil disse rammer som regel være begrænsninger på muligheden for at afvige fra benchmark's underliggende struktur.

For de aktivt forvaltede obligationsafdelinger vil bestyrelsen kunne indføre begrænsninger på varigheden (rentefølsomheden) og på kreditrisikoen (credit ratings).

For de indeksbaserede afdelinger kan bestyrelsen fastsætte en begrænsning på *tracking error*. Tracking error er et udtryk for den gennemsnitlige forskel mellem afdelingernes afkast og benchmarkafkastet. Jo mindre tracking error, desto tættere kan det realiserede afkast forventes at følge benchmark.

Bestyrelsen kan desuden fastlægge begrænsninger på investeringerne i især de nye markeder (*emerging markets*) for at begrænse likviditetsrisikoen.

Foreningen fokuserer i det daglige investeringsarbejde på at fastholde afdelingernes risikoprofiler. De vigtigste elementer i dette fokus er den løbende overvågning af, at afdelingernes porteføljer er veldiversificerede med hensyn til eksponering på lande, brancher, sektorer, kreditkvaliteter og andre relevan-

te markedssegmenteringer inden for afdelingernes respektive investeringsuniverser.

### **Risici knyttet til driften af foreningen**

Driften af investeringsforeningen rummer risikoen for, at fejl kan påføre investorerne ekstraomkostninger. Foreningens bestyrelse har fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer denne risiko. Sigtet er løbende at videreudvikle systemer og processer, og at reducere faren for menneskelige fejl. Foreningen udvikler kontinuerligt på det ledelsesinformationssystem, der danner grundlag for den løbende opfølgning på omkostninger og afkast.

Blandt andet vurderes afdelingernes afkast jævnlige. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgiver, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

På IT-området lægges stor vægt på data- og system-sikkerhed. Foreningen har procedurer og beredskabsplaner, der sigter mod at kunne genskabe systemer og data i tilfælde af nedbrud inden for fastsatte tidsfrister. 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.

Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risiko- og proceskontrol.

## GENERELLE RISIKOFAKTORER

---

### *Landerisiko*

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, f.eks. Danmark, er der risiko for, at samtlige afdelingens investeringer påvirkes negativt af landespecifikke politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder udviklingen i landets valuta og rente, kunne påvirke investeringernes værdiudvikling væsentligt.

### *Eksposering mod udlandet*

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører ofte en lavere risiko for den samlede portefølje end investering i enkeltlande eller -markeder.

Nogle udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for kraftige markedsreaktioner på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold. Desuden medfører investeringer i udlandet en valutarisiko, der kan skabe yderligere afkastvariation målt i danske kroner, se nedenfor.

### *Valuta*

Den indre værdi af en afdeling med valutaeksponering vil blive påvirket af udsving i valutakurserne. Afdelinger, som udelukkende investerer i danske aktier eller obligationer, har derimod ingen direkte valutarisiko. Afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, hvor foreningen systematisk kurssikrer valutaeksponeringen, har en meget begrænset valutarisiko.

Hvis en afdeling anvender systematisk valutakurs-sikring, vil det fremgå af beskrivelsen af afdelingens investeringsområde i afdelingsberetningen.

### *Selskabsspecifikke forhold*

Kursudviklingen for aktier og obligationer udstedt af et selskab er mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation.

Da en afdeling kan placere op til 10 % af formuen i værdipapirer udstedt af et enkelt selskab, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i. I yderste konsekvens kan et selskab gå konkurs, hvorved en eventuel investering vil være tabt.

### *Nye markeder (emerging markets)*

Betegnelsen 'nye markeder' omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ex. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativ usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkeder, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici. Eksempelvis indebærer et ustabilt politisk system en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorerne kan dette betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store udsving. Nogle lande har indført restriktioner på udførsel af valuta, andre kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være ringe som følge af økonomiske og politiske ændringer eller naturkatastrofer.

### **Særlige risici for obligationsafdelingerne**

#### *Kursudsving på obligationsmarkedet*

Obligationsmarkedet kan blive genstand for særlige politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan føre til kursudsving, der påvirker værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige og generelle økonomiske forhold, herunder den globale renteutvikling, påvirke investeringernes værdi.

#### *Renterisiko*

Renteniveauet varierer fra region til region, blandt andet drevet af de regionale inflationsniveauer. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer.

Et stigende renteniveau betyder faldende obligationskurser og dermed lavere værdi af afdelingens obligationsinvesteringer. Nøgletallet *varighed* beskriver, hvor meget obligationskursen falder ved en given rentestigning. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne under en renteændring.

#### *Kreditrisiko*

Kreditrisiko er risikoen for, at at obligationsudsteder ikke er i stand til at betale rente og afdrag til obligationens terminer. Kreditrisikoen beskrives for mange udstedere af en *credit rating*, som udarbejdes af et

af de internationale kreditvurderingsbureauer. Ratingen bygger blandt andet på en vurdering af sikkerhederne bag obligationen og på udsteders indtjennings- og formueforhold. Hvis credit ratingen nedsættes, vil obligationen normalt falde i kurs.

Markedet belønner normalt de investorer, der investerer i obligationer med en dårlig credit rating, med en mer-rente, der kan anses som en kompensation (risikopræmie) for den kreditrisiko, som er knyttet til investeringen i forhold til en sammenlignelig statsobligation uden kreditrisiko.

### **Særlige risici for aktieafdelingerne**

#### *Kursudsving på aktiemarkedet*

Aktiekurser varierer meget og pludselige, betydelige kursfald forekommer jævnligt. Sådanne kursudsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske eller reguleringsmæssige forhold. De kan også følge af sektorforhold eller regionale, lokale eller generelle markedsmæssige eller økonomiske forhold.

### **Særlige risici for blandede afdelinger**

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

### Generelt

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med reglerne i lov om investeringsforeninger m.v., Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

### Resultatopgørelsen

Indtægter og omkostninger er periodiseret og indeholder således de beløb, der kan henføres til regnskabsåret. Modtagne bruttoudbytter korrigeres for ikke-refunderbar udbytteskat.

Renter og udbytter i fremmed valuta omregnes til danske kroner på transaktionsdagen.

### Kursgevinster og -tab

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

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

### Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne i forhold til deres højeste formueværdi i hver af afdelingerne indenfor regnskabsåret, jf. vedtægternes § 23.

### Udlodning

I formuebevægelserne er indeholdt udlodningsregulering, således at de udlodningspligtige beløb er korrigeret efter udviklingen i cirkulerende mængde. Udlodningsreguleringen beregnes således, at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger. Rådighedsbeløbet til udlodning består herudover af de i regnskabsåret indtjente renter og udbytter, realiserede kursgevinster i hen-

hold til de i ligningslovens § 16C anførte krav til minimumsudlodningen med fradrag af administrationsomkostninger.

Udloddende investeringsforeninger er skattefri, dog beskattes modtagne udenlandske udbytter i disses hjemland. Danmark har indgået en dobbeltbeskatningsaftale med nogle lande, som gør det muligt at få refusion af nogle skatter.

### Balancen

Børsnoterede værdipapirer er optaget til børskurs ultimo regnskabsåret. Dog optages udtrukne obligationer til kurs 100. Udenlandske værdipapirer er omregnet efter valutakursen ultimo regnskabsåret.

Ved køb eller salg af værdipapirer indgår henholdsvis udgår disse af beholdningen på handelstidspunktet. Værdien af sådanne poster er opført under betegnelsen mellemværende vedrørende handelsafvikling. Under aktiver indgår værdien af emissioner og solgte værdipapirer, mens der under passiver indgår værdien af indløsninger og købte værdipapirer.

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

### Sammenlægning

Ved sammenlægning af afdelinger indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den erhvervede afdeling til disses dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen, tilføres afdelingen i en særskilt linje under medlemmernes formue.

Ved sammenlægning af afdelinger gives der i den fortsættende afdelings årsregnskab for det år, hvori sammenlægningen har fundet sted, en note indeholdende årsagen til sammenlægningen samt sammensætningen af de overtagne aktiver, forpligtelser m.v.

Der foretages ikke tilpasning af sammenligningstalene, idet denne fremgangsmåde anses for at give det mest retvisende grundlag for vurdering af udviklingen i afdelingens afkast.

## NØGLETALSDEFINITIONER

---

### Indre værdi pr. andel

$$\text{Indre værdi pr. andel} = \frac{\text{Medlemmernes formue}}{\text{Cirkulerende andele ultimo året}}$$

### Udlodning pr. andel

$$\text{Udlodning pr. andel} = \frac{\text{Foreslået udlodning til medlemmerne ultimo}}{\text{Cirkulerende andele ultimo året}}$$

### Årets afkast i procent

$$\text{Årets afkast i procent} = \left( \frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100,$$

hvor geninvesteret udlodning opgøres således:

$$\text{Udlodning} \times \frac{\text{Indre værdi ultimo året}}{\text{Indre værdi umiddelbart efter udlodning}}$$

### Omkostningsprocent

$$\text{Omkostningsprocent} = \frac{\text{Årets administrationsomkostninger}}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}} \times 100,$$

hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret.

### Omsætningshastighed

$$\text{Omsætningsastighed} = \frac{1}{2} \times \frac{\text{Kursværdi af køb} + \text{Kursværdi af salg}}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}},$$

hvor kursværdi af køb og salg opgøres på baggrund af de realiserede købs- og salgspriser inkl. kurtage. Kun køb og salg i forbindelse med løbende porteføljepleje medtages i beregningen. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under omkostningsprocenten.

### ÅOP (årlige omkostninger i procent)

$$\begin{aligned} \text{ÅOP} = & \text{Seneste årlige administrationsomkostninger i procent} + \\ & \text{Seneste direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent} + \\ & \frac{1}{7} \times (\text{Maksimalt emissionstillæg i procent} + \text{Maksimalt indløsningsfradrag i procent}) \end{aligned}$$

### Standardafvigelse/Volatilitet

Standardafvigelsen er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større volatilitet, jo større er usikkerheden omkring investeringens fremtidige afkast. Volatiliteten er således et risikomål. Volatiliteten udtrykkes sædvanligvis i

procent pr. år. Volatiliteten er et mål for afkastets spredning omkring sin middelværdi - afkastets standardafvigelse. Hvis afkastet er normalfordelt kan det forventes, at ca. 2/3 af alle afkastobservationer falder mellem middelværdien plus standardafvigelsen og middelværdien minus standardafvigelsen. Der opgøres kun standardafvigelse/volatilitet for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder.

### **Sharpe Ratio**

Sharpe Ratio beregnes ved at dividere investeringens merafkast med dens volatilitet/standardafvigelse. Sharpe Ratio måler investeringsafkastet i forhold til investeringsrisiko. Jo større positiv Sharpe Ratio, desto bedre risikjusteret afkast. Ved hjælp af Sharpe Ratio kan afkastet af investeringer med forskellige risikoniveauer sammenlignes. Der opgøres kun Sharpe Ratio for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder.



## ÅRSRAPPORTERING FOR AFDELINGERNE

*Investeringsforeningen Alfred Berg Invest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat årsrapportering bestående af et afdelingsregnskab og en afdelingsberetning. Afdelingsregnskabet viser årets økonomiske udvikling samt ultimobalancen, mens afdelingsberetningen kommenterer årets resultat og andre afdelingsspecifikke forhold.*

*I de foregående afsnit i denne årsrapport findes overordnede beskrivelser af*

- *den samfundsøkonomiske og finansielle udvikling i regnskabsåret*
- *de generelle risici forbundet med foreningens investeringsvirksomhed*
- *foreningens risikostyring*

*Foreningen anbefaler, at afdelingsberetningerne læses i sammenhæng med disse overordnede afsnit.*

*Afdelingerernes årsrapportering følger herefter. For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henvises til foreningens prospekt og til dokumentet Central Investorinformation for hver af afdelingerne. Disse dokumenter kan downloades fra foreningens hjemmeside [www.alfredberginvest.dk](http://www.alfredberginvest.dk).*

Afdelingen, der kan investere i aktier, der er optaget til handel på Nasdaq OMX Copenhagen (Københavns Fondbørs), følger en indeksstrategi, der søger at afspejle afkastudviklingen i OMX C20-indekset så tæt som muligt. Afdelingen har Finanstilsynets tilladelse til at investere op til 35 % af formuen i de to koncernforbundne udstedere Novo Nordisk og Novozymes.

#### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret

#### Benchmark

OMX Copenhagen 20

#### Porteføljerådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Marts 2011

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko						Høj risiko

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudviklingen på aktiemarkedene
- Selskabsspecifikke forhold
- Landerisiko (Danmark)

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnit *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

#### Årets afkast og performance

Afdeling Danske Indeks realiserede i 2011 (siden etableringen i marts) et afkast på -20,04 %, mens benchmark gav et afkast på -16,72 %.

Da benchmark indeholder aktier i selskaberne Novo Nordisk og NovoZymes med en samlet vægt på mere end 35 %, beregner foreningen til internt brug et såkaldt *capped* indeks, disse to aktier maksimalt

kan vægtes med 35 %. Dette interne indeks gav et afkast på -19,20 % i 2011.

#### Udbytte

Afdelingen har i 2011 ikke realiseret et udlodningspligtigt resultat.

#### Udviklingen i 2011

2011 var et dårligt aktieår, også for danske aktier, der tabte næsten 20%. Afkastene var spredt over et bredt felt; en række defensive aktier formåede at afslutte året med positivt resultat, hvorimod de cykliske aktier gav store tab. Eksempelvis tabte FLSmidt mere end 35% mens Novo Nordisk præsterede at stige knap 7%.

Første halvår var præget af de ulykkelige begivenheder i Japan, hvor jordskælvet og den efterfølgende strålingstrussel også havde afsmitning til Danmark. Siden tiltrak gældskrisen i Grækenland opmærksomheden nogenlunde samtidig med, at den amerikanske centralbank sænkede sine estimater for den økonomiske vækst i USA for både 2011 og 2012.

I det danske marked gjorde Novo Nordisk den store forskel, da medicinalgiganten med en vægt på over 40 % i C20 trak gevaldigt op i indekset. Frygten for, at Novo ville miste markedsandele i USA, aftog i løbet af efteråret, og investorerne begyndte at fokusere på *blockbuster*-potentialet i det langtidsvirkende insulinprodukt Degludec, der med bedre effekt og sikkerhed ventes at kunne udkonkurrere Sanofi-Aventis' produkt Lantus.

Vestas blev med et fald på 65 % den store taber i 2011. Flere skuffende nedjusteringer og en utroværdig ledelse affødte et massivt udsalg af den tidligere så populære folkeaktie. Danske Bank fulgte med ned og måtte ved årets udgang konstatere at 2011 kostede næsten 45 % af markedsværdien.

Foreningens senest udmeldte forventninger om et vist kursopsving ovenpå de meget store kursfald i sommeren 2011 blev ikke opfyldt. Til gengæld har afdelingen som forventet realiseret et afkast tæt på det cappede indeks, som foreningen selv beregner.

### **Forventninger til 2012**

Vi forventer et afkast på danske aktier i 2012 på 10-15 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmmes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj, på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

Foreningen forventer, at afdeling Danske Indeks vil levere et afkast meget tæt på benchmark.

### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici for det danske aktiemarked i 2012 er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA

- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorernes bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	OMX C20
Afdelingsformue	13.314 t.kr.
Indre værdi	79,96 DKK
Cirkulerende mængde	166.516 stk.
Startdato	07-03-2011

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Novo Nordisk B (107.4872m)	28,7
Danske Bank	9,2
Carlsberg B	8,4
A.P. Møller - Mærsk B	8,0
A.P. Møller - Mærsk A	7,8
Novozymes A/S-B Shares	4,7
Coloplast B (18m)	3,7
DSV	3,6
FLS Industries B.	3,5
Nordea - stk 0,39632 EUR	3,1

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Medicinal	37,50
Industri	26,23
Finans	17,58
Konsumentvarer	8,42
Materialer	6,79
Telekommunikation	2,95
Øvrige incl. kontant	0,53
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011*	2010
1 Udbytter	160	
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>160</b>	
Kursgevinster og -tab, kapitalandele	-2.674	
2 Handelsomkostninger	-4	
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-2.678</b>	
<b>I alt indtægter</b>	<b>-2.518</b>	
3 Administrationsomkostninger	152	
<b>Resultat før skat</b>	<b>-2.670</b>	
4 Skat	21	
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-2.691</b>	
<b>Overført til formuen</b>	<b>-2.691</b>	

## Balance

(1.000 kr.)	2011*	2010
<b>AKTIVER</b>		
5 Indestående i depotselskab	85	
Noterede aktier fra danske selskaber	12.825	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	418	
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>13.243</b>	
Aktuelle skatteaktiver	5	
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>5</b>	
<b>Aktiver i alt</b>	<b>13.333</b>	
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	13.314	
Skyldige omkostninger	19	
<b>I alt anden gæld</b>	<b>19</b>	
<b>Passiver i alt</b>	<b>13.333</b>	
7 Noter, hvortil der ikke henvises		

\* Afdeling Danske Indeks' regnskabsperiode var 07.03.11 - 31.12.11

## Noter

1	Udbytter (1.000 kr.)	2011*	2010
	Noterede aktier fra danske selskaber	151	
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9	
	<b>I alt udbytter</b>	<b>160</b>	
2	Handelsomkostninger (1.000 kr.)	2011*	2010
	Bruttohandelsomkostninger	26	
	Dækket af emis.- og indløn. indtægter	-22	
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>4</b>	
3	Administrationsomkostninger (1.000 kr.)	2011*	2010
	<i>Afdelingsdirekte</i>		
	Revisionshonorar til revisorer	13	
	Andre honorarer til revisorer	0	
	Gebyrer til depotselskab	33	
	Markedsføringsomkostninger	0	
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	30	
	Administrationsvederlag	21	
	Øvrige omkostninger	48	
	I alt afd.direkte administrationsomkostninger	145	
	<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
	Honorar til bestyrelse	1	
	Revisionshonorar til revisorer	1	
	Andre honorarer til revisorer	0	
	Gebyrer til depotselskab	4	
	Øvrige omkostninger	1	
	I alt andel af fælles administrationsomk.	7	
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>152</b>	
4	Skat (1.000 kr.)	2011*	2010
	Ikke refunderbar skat på udbytter	21	
	<b>I alt skat</b>	<b>21</b>	

5	Finansielle instrumenter (%)	2011*	2010
	Børsnoterede finansielle instrumenter	99,36%	
	Øvrige finansielle instrumenter	0,64%	
	<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

6	Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	0	0
	Emissioner i året	18.031	17.335
	Indløsninger i året	-1.379	-1.340
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		10
	Overført fra resultatopgørelsen		-2.691
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>16.652</b>	<b>13.314</b>

6	Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)		
	Emissioner i året		
	Indløsninger i året		
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		
	Overført fra resultatopgørelsen		
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

7	5 års oversigt	2011*	2010	2009	2008	2007
	Netto resultat (1.000 kr.)	-2.691				
	Formue inkl. udlodning (1.000 kr.)	13.314				
	Cirkulerende andele (stk.)	166.516				
	Indre værdi pr. andel	79,96				
	Årets afkast i pct.	-20,04				
	Årets benchmarkafkast i pct.	-16,72				
	Omkostningspct.	1,20				
	Omsætningshastighed	0,30				
	Sharpe ratio**					
	ÅOP ***	1,54				

\* Afdeling Danske Indeks' regnskabsperiode var 07.03.11 - 31.12.11

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 07.03.2011

\*\*\* ÅOP er helårsperiodiseret, da afdeling Danske Indeks opstartede 07.03.2011

Afdeling Emerging Markets Obligationer investerer hovedsageligt i likvide statsobligationer, der er nomineret i USD og EUR og noteret på regulerede markeder i en stat, der er medlem af den Europæiske Union eller noteret på regulerede markeder, der er medlemmer af WFE (World Federation of Exchanges). Hovedparten af udstederlandene i afdelingens investeringsunivers er udviklingslande (emerging markets) med en kreditvurdering, der er ringere end Standard & Poors' BBB. Målsætningen er at skabe et merafkast i forhold til benchmark. Valutaeksponering mod USD afdækkes som hovedregel.

#### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret

#### Benchmark

JP Morgan EMBI Global Diversified Index EUR hedged (DKK)

#### Porteføljerådgiver

Fischer Francis Trees & Watts UK Limited

#### Etablering

April 2004

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko				▼	Høj risiko	

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje. Den typiske investor er opmærksom på, at afdelingernes investeringer omfatter obligationer med høj risiko.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på obligationsmarkedet
- Renterisiko
- Kreditrisiko

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer, at den politiske situation er ustabil i en række af de lande, som afdelingen kan investere i. Kurserne på obligationer udstedt af disse lande kan falde kraftigt som følge af politiske eller regule-

ringsmæssige indgreb efter et uventet politisk regimeskifte. Alene frygten for, at nye politiske initiativer kan bringe den økonomiske udvikling i et land i fare kan føre til faldende obligationskurser og dermed faldende nettoværdi af afdelingens formue.

Investorerne skal også være opmærksomme på, at en del af afdelingens formue kan placeres i kreditobligationer udstedt af selskaber. Kurserne på disse obligationer vil være påvirkelige af en lang række markeds- og selskabsspecifikke forhold herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for renteutviklingen, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser.

Disse forhold har afgørende indflydelse på kreditrisiko og kursudvikling for kreditobligationer udstedt af selskaber og kan derfor have indflydelse på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

I særlige situationer som fx den globale kreditkrise i efteråret 1998, terrorangrebene i USA i september 2001 samt finanskrisen i 2008-2009 kan de finansielle markeder blive grebet af kollektiv panik, hvor investorernes risikoaversion stiger drastisk. I disse situationer afløses markedernes normale kursudviklingsmønster ofte af et markedsregime med store kursstigninger på likvide statsobligationer fra lande med høj kreditværdighed og massive kursfald og kraftige stigende kursvariation på mere risikobetonede obligationstyper, herunder kreditobligationer udstedt af selskaber med høj kreditrisiko og statsobligationer udstedt eller garanteret af stater med høj kreditrisiko. I disse situationer vil kurserne på de mere risikable obligationsudstedelser tendere til at samvariere modsatrettet mindre risikable statsobligationer.

#### Årets afkast og performance

Afdeling Emerging Market Obligationer realiserede i 2011 et afkast på 5,05 %, mens benchmark gav et afkast på 7,12 %.

Afdelingens afkast nåede dermed ikke det forventede afkast på mellem 6 % og 10 %.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 8,50 kr. pr. andel.

#### **Udviklingen i 2011**

De nye (emerging) obligationsmarkeder leverede fine afkast i i første halvdel af 2011, men blev hårdt ramt af investorernes voldsomme reaktioner på op- og nedturene i EU-ledernes håndtering af den græske gældskrise og af Standard & Poor's nedgradering af amerikansk og europæisk gæld.

Markederne fik mulighed for at samle ny energi oktober, men kun for at blive skudt ned i november oven på ny tvivl om EU's politiske vilje og evne til at styre gældskrisen. Årret sluttede dog positivt, efterhånden som det blev klart, at en gældsnedsmelting i Europa trods alt ikke var umiddelbart forestående.

Afdelingens afkast kunne ikke hamle op med benchmarkafkastet i 2011. Det skyldes først og fremmest, at den stærkt forøgede volatilitet i efteråret ramte vores overvægtede positioner i Kazakhstan og i et udvalg af konjunkturfølsomme statslige udstedere særlig hårdt.

#### **Forventninger til 2012**

Vi fastholder vores positive syn på de nye markeder i 2012. Et opsving er tilsyneladende på vej USA, og Kinas vækststopbremsning lader indtil videre til at blive en "blød landing" under myndighedernes kontrol. I de nye markeder synes væksten at være solid og bredt forankret. Vi ser derfor mulighed for et reelt rally allerede i første halvår.

Markedet er selv sagt ikke immunt over for uforudsete negative begivenheder, men vi ser fundamentalt et godt grundlag for en markant kapitaltilstrømning til de nye obligationsmarkeder.

Afdelingens største investeringudfordring i 2012 bliver at ramme den rigtige balance mellem *på den ene side* afkastpotentialet i et globalt opsving og aftagende risikopræmier og *på den anden side* den kendsgerning, at det globale renteniveau er historisk lavt, hvilket begrænser afkastpotentialet.

Vi forventer, at afdelingen vil kunne levere et afkast på mellem 4 og 10 % i 2012.

#### **Særlige risici i 2012**

Der skal dog ikke meget til at vende den positive stemning i markedet. Nye politiske friktioner i EU-samarbejdet eller et økonomisk/politisk indgreb, som markedet bedømmer som "utilstrækkeligt", vil være mere end rigeligt til at starte en kapitaludstrømning fra de nye obligationsmarkeder, der er sårbare over for negative nyheder.

Så længe der fortsat er usikkerhed i markedet om bredden, styrken og holdbarheden af et opsving forventer afdelingen at holde sig relativt tæt til benchmark. Vi forventer at fastholde neutralvægtning af Østeuropa, en moderat overvægt i Rusland og Tyrkiet, og en tilsvarende undervægt i Latinamerika.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	JP Morgan EMBI Global Composite Index (DKK)
Afdelingsformue	47.440 t.kr.
Indre værdi	111,75 DKK
Cirkulerende mængde	424.523 stk.
Startdato	02-04-2004
Seneste udbytte	8,50 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)	Afdeling	Benchmark
Afkast (% p.a.)	4,31	6,97
Standardafvigelse (% p.a.)	14,63	11,54
Sharpe-Ratio	0,12	0,38

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

4,875 Reb of Uruguay 15/01/33	6,3
7,65% Ukraine Govt. 11/06/13	5,6
8,5% Indonesia 12/10/35	5,3
5,95% United Mexican 19/03/19	4,3
5,125% Turkey Rep 25/03/22	3,5
8,125% Colombia Rep. 21/05/24	3,4
7,375% Rep. Colombia 18/03/19	3,1
8,7% Transneft 07/08/18	3,0
6,375% Philippines Re 23/10/34	2,9
6,375% Rep of Poland 15/07/19	2,7

## Landeallokering i afdelingen (%)

Rusland	9,99
U.S.A.	9,99
Brasilien	7,05
Columbia	6,55
Uruguay	6,30
Venezuela	5,81
Mexico	5,69
Argentina	5,67
Indonesien	5,37
Polen	4,57
Sydafrika	4,16
Tyrkiet	3,53
PH	2,94
EURO-land	2,74
Danmark	2,54
Ungarn	2,21
Kazakhstan	1,72
Forenede Arabiske Emirater	1,69
Malaysia	1,54
Int. Monetary Fund	1,31
Holland	1,31
Hong Kong	1,16
Peru	1,05
Øvrige incl. kontant	5,11
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
Renteindtægter	3.085	3.849
Renteudgifter	0	0
<b>1 I alt renter</b>	<b>3.085</b>	<b>3.849</b>
Kursgevinster og -tab, obligationer	996	7.051
Kursgevinster og -tab, valutaterminer	-1.551	-3.478
Kursgevinster og -tab, valutakonti	325	199
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver	0	0
<b>2 Handelsomkostninger</b>	<b>-2</b>	<b>-13</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-232</b>	<b>3.759</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>2.853</b>	<b>7.608</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>	<b>594</b>	<b>628</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>2.259</b>	<b>6.980</b>
Udlodningsregulering	-43	-498
Overført fra sidste år	49	-1.898
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>6</b>	<b>-2.396</b>
<b>Til disposition</b>	<b>2.265</b>	<b>4.584</b>
<b>4 Til rådighed for udlodning</b>	<b>3.697</b>	<b>3.166</b>
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres	0	0
Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	3.608	3.117
Overført til udlodning næste år	89	49
<b>Overført til formuen</b>	<b>-1.432</b>	<b>1.418</b>

## Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
<b>5 Indestående i depotselskab</b>	<b>2.695</b>	<b>1.634</b>
Noterede obl. fra danske selskaber	1.184	0
Noterede obl. fra udenlandske selskaber	43.021	45.654
<b>5 I alt obligationer</b>	<b>44.205</b>	<b>45.654</b>
Unoterede valutaterminforretninger	0	787
<b>5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>787</b>
Tilgodehavende renter, udbytte, mm.	858	835
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>858</b>	<b>835</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>47.758</b>	<b>48.910</b>
<b>PASSIVER</b>		
<b>6 Medlemmernes formue</b>	<b>47.440</b>	<b>48.817</b>
Unoterede valutaterminforretninger	255	48
<b>5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>255</b>	<b>48</b>
Skyldige omkostninger	63	45
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>63</b>	<b>45</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>47.758</b>	<b>48.910</b>
<b>7 Noter, hvortil der ikke henvises</b>		



## Noter

1	Renter (1.000 kr.)	2011	2010
	Renteindtægter depotselskab	0	1
	Noterede obligationer fra danske udstedere	4	0
	Noterede obligationer fra udenl. udstedere	3.079	3.848
	Unoterede obligationer fra udenl. udstedere	2	0
	<b>I alt renter</b>	<b>3.085</b>	<b>3.849</b>
2	Handelsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
	Bruttohandelsomkostninger	6	88
	Dækket af emis.- og indløsn. indtægter	-4	-75
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>2</b>	<b>13</b>
3	Administrationsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
<i>Afdelingsdirekte</i>			
	Revisionshonorar til revisorer	13	24
	Andre honorarer til revisorer	0	1
	Gebyrer til depotselskab	36	35
	Markedsføringsomkostninger	239	271
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	97	107
	Administrationsvederlag	167	135
	Øvrige omkostninger	32	48
	<b>I alt afd.direkte administrationsomkostninger</b>	<b>584</b>	<b>621</b>
<i>Andel af fællesomkostninger</i>			
	Honorar til bestyrelse	4	2
	Revisionshonorar til revisorer	2	1
	Andre honorarer til revisorer	0	0
	Gebyrer til depotselskab	0	0
	Øvrige omkostninger	4	4
	<b>I alt andel af fælles administrationsomk.</b>	<b>10</b>	<b>7</b>
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>594</b>	<b>628</b>
4	Til rådighed for udlodning (1.000 kr.)	2011	2010
	Renter og udbytter	3.085	3.849
	Kursgevinst til udlodning	1.200	2.341
	Adm.omkostninger til modregning i udlodning	-594	-628
	Udlodningsregul. ved emission/indløsning	-43	-498
	Udlodning overført fra sidste år	49	-1.898
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>3.697</b>	<b>3.166</b>

5	Finansielle instrumenter (%)	2011	2010
	Børsnoterede finansielle instrumenter	93,74%	94,87%
	Øvrige finansielle instrumenter	6,26%	5,13%
	<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

6	Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	42.991	48.817
	Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		-3.117
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		137
	Emissioner i året	2.585	2.780
	Indløsninger i året	-3.124	-3.443
	Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		7
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		43
	Overført til udlodning fra sidste år		-49
	Overført til udlodning næste år		89
	Foreslået udlodning		3.608
	Overført fra resultatopgørelsen		-1.432
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>42.452</b>	<b>47.440</b>
6	Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	55.754	55.989
	Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		
	Emissioner i året	5.100	5.434
	Indløsninger i året	-17.863	-19.586
	Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		498
	Overført til udlodning fra sidste år		1.898
	Overført til udlodning næste år		49
	Foreslået udlodning		3.117
	Overført fra resultatopgørelsen		1.418
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>42.991</b>	<b>48.817</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

7	5 års oversigt	2011	2010	2009	2008	2007
	Netto resultat (1.000 kr.)	2.259	6.980	18.089	-23.261	-383
	Formue inkl. udlodning (1.000 kr.)	47.440	48.817	55.989	85.204	112.802
	Cirkulerende andele (stk.)	424.523	429.909	557.538	1.125.562	1.059.310
	Indre værdi pr. andel	111,75	113,55	100,42	75,70	106,49
	Udlodning pr. andel	8,50	7,25	0,00	0,00	10,25
	Årets afkast i pct.	5,05	13,08	32,66	-21,39	-0,08
	Årets benchmarkafkast i pct.	7,12	11,67	27,60	-12,47	4,83
	Omkostningspct.	1,24	1,16	1,16	1,05	1,01
	Omsætningshastighed	0,20	0,64	0,49	0,15	0,85
	Sharpe ratio	0,12	0,16	0,10	-0,34	0,56
	ÅOP	1,40	1,34	1,36	1,24	1,19

### Skattebehandling af udbytter 2011

Personer	Udbytte (kr. per andel)	Kapitalindkomst (kr. per andel)	Aktieindkomst (kr. per andel)	Skattefri indkomst (kr. per andel)	Pensionskattepligtig (pct.)
	8,50	8,50	0,00	0,00	100,00
Selskaber	Selskabsindkomst medtages med 100% (kr. per andel)	Udbytte medtages med 66% (kr. per andel)			
	8,50	0,00			

### Specifikation af valutaterminer (1.000 kr)

Unoterede valutaterminforretninger- passiver	2011
EURUSD	255

Afdeling Global Minimum Variance investerer i de aktier, som indgår i MSCI World indekset. Afdelingens målsætning er at minimere afkastvariationen og dermed skabe et højt risikojusteret aktieafkast.

#### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret

#### Benchmark

MSCI World Index (DKK) NR.)

#### Porteføljeraðgiver

Fortis Investment Management USA, Inc

#### Etablering

December 1998

Afdelingen hed tidligere *Europæiske Aktier*, men skiftede navn til *Global Minimum Variance* i forbindelse med fusion 3. oktober 2011. Denne fusion er nærmere beskrevet på side 5.

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko					▼	Høj risiko

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet
- Selskabsspecifikke forhold
- Valutarisiko

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer en geografisk risiko, der følger af, at afdelingen investerer i aktier fra hele verden. Kursudviklingen på de internationale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som den internationale finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklin-

gen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

Investorer skal også notere, at afdelingen kan have investeret i enkeltmarkeder, der af politiske, økonomiske, finansielle, valutariske, regulatoriske eller andre årsager udvikler sig negativt i forhold til det internationale aktiemarked i almindelighed. at den politiske situation er ustabil i en række af de lande, som afdelingen kan investere i. Kurserne på obligationer udstedt af disse lande kan falde kraftigt som følge af politiske eller reguleringsmæssige indgreb efter et uventet politisk regimeskifte. Alene frygten for, at nye politiske initiativer kan bringe den økonomiske udvikling i et land i fare kan føre til faldende obligationskurser og dermed faldende nettoværdi af afdelingens formue.

Endelig skal det bemærkes, at afdelingen baserer sine investeringsbeslutninger på historiske data for aktieafkast, volatilitet og korrelation. Historiske data har begrænset værdi som estimerer for aktiernes aktuelle samvariationsmønstre. Modellen er ikke i stand til at opfange strukturelle ændringer i samspillet mellem aktiekurserne i den takt, disse ændringer kan forekomme. Der er derfor en risiko for, at afdelingens investeringsbeslutninger ikke reducerer porteføljens volatilitet så meget, som afdelingen forventer.

#### Årets afkast og performance

Afdeling Global Minimum Variance realiserede i 2011 et afkast på -6,71 %, mens benchmark gav et afkast på -3,10 %.

#### Udbytte

Afdelingen udlodder ikke udbytte i 2011.

#### Udviklingen i 2011

Afdelingen er resultatet af en fusion af fire af foreningens afdelinger; afdeling *Europæiske Aktier*, afdeling *Nordiske Aktier*, afdeling *USA* samt afdeling *Global Mimimun Variance* med afdeling *Europæiske Aktier* som fortsættende afdeling, men med *Global Minimum Variance* som fortsættende investeringsstrategi. Udviklingen i fusionsåret er præget af såvel

den ophørende investeringsstrategi som den fortsættende.

Den europæiske aktiestrategi, som lå til grund for afdelingens investering i årets første tre kvartaler, var præget af den stadig mere nervøse stemning på de europæiske aktiemarkeder. Efter et forholdsvis "fladt" første halvår – dog med store afkastforskelle markederne imellem – fik gældskrise og mellemøsturo overtaget og pressede kursudviklingen ganske voldsomt, de "perifere" markeder i syd og øst mere end kernemarkederne i vest og nord.

Afdelingen fastholdt fokus på Nordeuropa lige indtil fusionen med særlig fokus på Tyskland, Holland og Norge – til gengæld undervægtning af blandt andet Italien og Spanien.

Global Minimum Variance-strategien, der blev etableret i marts 2011, leverede i 2011 et merafkast på knapt 10 %-point i forhold til benchmark. En stor del af dette merafkast blev skabt i august og september (altså inden fusionen) i takt med stigende samvariation mellem værdipairafkast på tværs af aktivklasser og landegrænser.

Godt en tredjedel af merafkastet kan tilskrives afdelingens sektorfordeling. Udvælgelsen af enkeltaktier blandt forbrugsvareproducenter, medicinalsselskaber og forsyningsselskaber har også bidraget betydeligt til merafkastet. Det samme har fravalget af finansielle selskaber, og selskaber inden for råvarer og energiproduktion, der alle klarede sig dårligt i det turbulente andet halvår.

## Forventninger til 2012

Afdelingens Global Minimum Variance investeringsstrategi er defensiv, og der er i investeringsprocessen en klar tendens til at overvægte stabile selskaber i forbrugsgodesektoren, medicinalektoren og blandt forsyningsselskaberne.

Netop disse sektorer skabte afdelingens merafkast i 2011. Til gengæld kan de samme selskaber ventes at afdæmpe afdelingens afkastudvikling, når de globale aktiemarkeder genfinder roen og fokus.

Global Minimum Variance-strategiens afkastvolatilitet var i 2011 godt 30 % lavere end benchmark volatiliteten. Det forventes, at denne lave volatilitet kan fastholdes i 2012, og at afkastet lander på 5-10 %.

## Særlige risici i 2012

Afdelingens aktieportefølje rummer omkring 200 aktier fra de 24 modne aktiemarkeder, som indgår i MSCI World-indekset. Alle sektorer er repræsenteret i porteføljen. Afdelingens investeringsunivers – aktierne i MSCI World-indekset – rummer 1600-1700 af de største og mest likvide aktier i verden.

Afdeling Global Minimum Variance er derfor en veldiversificeret portefølje, hvilket i sig selv yder god beskyttelse mod risikobegivenheder i enkeltsselskaber. Spredningen i porteføljen giver også god beskyttelse mod politiske risici i enkeltlande.

Men porteføljen er ikke immun over for brede eller regionale makrobegivenheder, der i kraft af en positiv korrelation mellem aktiemarkederne kan sprede sig globalt.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	MSCI World (DKK)
Afdelingsformue	92.971 t.kr.
Indre værdi	55,42 DKK
Cirkulerende mængde	1.677.616 stk.
Startdato	14-12-1998
Seneste udbytte	0,00 DKK/andel

## Risiko

Afdeling Global Minimum Variance skiftede benchmark 3/10 2011 i forbindelse med at afdelingen blev omlagt fra en europæisk til en global afdeling. Risiko nøgletal beregnes kun for samme strategi i over 36 måneder.

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Enbridge Inc	2,2
TransCanada Corp	2,1
Abbott Labs	2,1
Mc Donalds Corp Com	2,1
General Mills Inc.	2,0
Kimberly-Clark Corp.	2,0
Exxon Mobil Corp.	1,9
Berkshire Hathaway	1,6
Consolidated Edison Inc. com.	1,6
Chubb Corp.	1,5

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Konsumentvarer	20,14
Medicinal	19,12
Forsyning	12,35
Forbrugsgoder	11,77
Finans	11,59
Energi	7,86
Industri	6,26
Materialer	3,65
Telekommunikation	3,47
Informationsteknologi	3,02
Øvrige incl. kontant	0,77
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
1 Udbytter	1.609	1.752
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1.609</b>	<b>1.752</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele	3.184	1.727
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver	6	25
2 Handelsomkostninger	-36	-368
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.154</b>	<b>1.384</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>4.763</b>	<b>3.136</b>
3 Administrationsomkostninger	816	726
<b>Resultat før skat</b>	<b>3.947</b>	<b>2.410</b>
4 Skat	247	431
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>3.700</b>	<b>1.979</b>
Udlodningsregulering	-239	-331
Overført fra sidste år	66	154
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-173</b>	<b>-177</b>
<b>Til disposition</b>	<b>3.527</b>	<b>1.802</b>
5 Til rådighed for udlodning	1.635	769
Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	0	703
Overført til udlodning næste år	1.635	66
<b>Overført til formuen</b>	<b>1.892</b>	<b>1.033</b>

## Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
6 Indestående i depotselskab	514	555
Noterede aktier fra danske selskaber	1.382	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	90.869	33.326
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>92.251</b>	<b>33.326</b>
Tilgodehavende renter, udbytte, mm.	225	56
Aktuelle skatteaktiver	159	211
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>384</b>	<b>267</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>93.149</b>	<b>34.148</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	92.971	34.099
Skyldige omkostninger	178	49
<b>I alt anden gæld</b>	<b>178</b>	<b>49</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>93.149</b>	<b>34.148</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

1	Udbytter (1.000 kr.)	2011	2010
	Noterede aktier fra danske selskaber	4	0
	Noterede fra udenlandske selskaber	1.605	1.752
	<b>I alt udbytter</b>	<b>1.609</b>	<b>1.752</b>
2	Handelsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
	Bruttohandelsomkostninger	145	579
	Dækket af emis.- og indløsn. indtægter	-109	-211
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>36</b>	<b>368</b>
3	Administrationsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
	<i>Afdelingsdirekte</i>		
	Revisionshonorar til revisorer	13	24
	Andre honorarer til revisorer	6	9
	Gebyrer til depotselskab	163	49
	Markedsføringsomkostninger	263	281
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	167	176
	Administrationsvederlag	152	130
	Øvrige omkostninger	36	47
	I alt afd.direkte administrationsomkostninger	800	716
	<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
	Honorar til bestyrelse	4	3
	Revisionshonorar til revisorer	4	2
	Andre honorarer til revisorer	1	0
	Gebyrer til depotselskab	1	0
	Øvrige omkostninger	6	5
	I alt andel af fælles administrationsomk.	16	10
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>816</b>	<b>726</b>
4	Skat (1.000 kr.)	2011	2010
	Ikke refunderbar skat på udbytter	247	431
	<b>I alt skat</b>	<b>247</b>	<b>431</b>
5	Til rådighed for udlodning (1.000 kr.)	2011	2010
	Renter og udbytter	1.609	1.752
	Ikke refunderbar udbytteskat	-134	-92
	Kursgevinst til udlodning	1.149	12
	Adm.omkostninger til modregning i udlodning	-816	-726
	Udlodningsregul. ved emission/indløsning	-239	-331
	Udlodning overført fra sidste år	66	154
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>1.635</b>	<b>769</b>

6	Finansielle instrumenter (%)	2011	2010
	Børsnoterede finansielle instrumenter	99,45%	98,36%
	Øvrige finansielle instrumenter	0,55%	1,64%
	<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

7	Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	56.210	34.099
	Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		-703
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		117
	Indfusioneret	140.988	72.689
	Emissioner i året	4.846	2.615
	Indløsninger i året	-34.282	-19.546
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		239
	Overført til udlodning fra sidste år		-66
	Overført til udlodning næste år		1.635
	Foreslået udlodning		0
	Overført fra resultatopgørelsen		1.892
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>167.762</b>	<b>92.971</b>
7	Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	107.333	63.343
	Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		-1.610
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		239
	Emissioner i året	9.632	5.727
	Indløsninger i året	-60.755	-35.579
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		331
	Overført til udlodning fra sidste år		-154
	Overført til udlodning næste år		66
	Foreslået udlodning		703
	Overført fra resultatopgørelsen		1.033
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>56.210</b>	<b>34.099</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

8 5 års oversigt	2011	2010	2009	2008	2007
Netto resultat (1.000 kr.)	3.700	1.978	13.491	-73.043	-3.533
Formue inkl. udlodning (1.000 kr.)	92.971	34.099	63.343	68.122	198.474
Cirkulerende andele (stk.)	1.677.616	562.103	1.073.328	1.370.827	1.968.713
Indre værdi pr. andel	55,42	60,66	59,02	49,69	100,81
Udlodning pr. andel	0,00	1,25	1,50	2,50	2,25
Årets afkast i pct.	-6,71	5,43	26,15	-49,29	-1,04
Årets benchmarkafkast i pct.*	-3,10	6,74	36,10	-45,06	-0,30
Omkostningspct.	1,75	1,68	1,64	1,52	1,40
Omsætningshastighed	0,96	0,58	0,54	0,68	1,02
Sharpe ratio**		-0,45	-0,28	-0,58	0,63
ÅOP	2,08	2,78	2,75	3,01	2,98
Tab på aktier til fremførsel (1.000 kr.)	26.811	40.589	0	71.784	28.525

### Skattebehandling af udbytter 2011

Personer	Udbytte (kr. per andel)	Kapitalindkomst (kr. per andel)	Aktieindkomst (kr. per andel)	Skattefri indkomst (kr. per andel)	Pensionsskattepligtig (pct.)
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Selskaber	Selskabsindkomst medtages med 100% (kr. per andel)	Udbytte medtages med 66% (kr. per andel)			
	0,00	0,00			

### Note om ophørte afdelinger

Periodeopgørelse 1.1.2011 - 30.9.2011  
(1.000 kr.)

	USA	Nordiske Aktier	Global Minimum Variance***
Renter og udbytter	189	1.076	718
Kursgevinster og -tab	-1.475	-6.971	-223
Handelsomkostninger	64	9	3
Administrationsomkostninger	283	372	512
Skat	34	120	78
<b>Periodens nettoresultat</b>	<b>-1.667</b>	<b>-6.396</b>	<b>-98</b>
Medlemmernes formue (primo)	18.819	33.528	0
Udbetalt udlodning vedr. 2010	0	-530	0
Emissioner i perioden	0	178	49.745
Indløsninger i perioden	-5.805	-14.812	0
Nettoemis. tillæg og indløsningsfradrag	0	17	224
A conto udlodning ifm. fusion	0	-514	0
Periodens nettoresultat	-1.667	-6.396	-98
<b>Formue overført til ny afdeling</b>	<b>11.347</b>	<b>11.471</b>	<b>49.871</b>
De overtagne aktiver var sammensat således:			
Indestående i depotselskab	258	747	377
Noterede aktier fra danske selskaber	0	2.496	750
Noterede aktier fra udenl. selskaber	11.126	8.739	48.688
Tilg. udbytter	8	0	138
Aktuelle skatteaktiver	0	49	8
<b>Aktiver i alt</b>	<b>11.392</b>	<b>12.031</b>	<b>49.961</b>

Fusionen er en skattepligtig fusion gennemført efter de på fusionstidspunktet gældende regler herom. Derfor er balancen på fusionsdatoen indfusioneret i den fortsættende afdeling. Formålet med sammenlægningen er at fastholde en tilstrækkelig stor formue, der gør det muligt at sammensætte en veldiversificeret portefølje af investeringer, samt nyde godt af stordriftsfordele. Den fortsættende afdeling Europæiske Aktier fik i forbindelse med fusionen ændret navn til Global Minimum Variance, da afdelingen fremadrettet skal investere i globale aktier med minimal varians.

\* Afdeling Global Minimum Variance skiftede benchmark 3/10 2011 i forbindelse med at afdelingen blev omlagt fra en europæisk til en global afdeling.

Årets benchmarkafkast relaterer derfor til det nye benchmark

\*\* Da afdeling Global Minimum Variance skiftede benchmark 3/10 2011 i forbindelse med at afdelingen blev omlagt fra en europæisk til en global afdeling, kan Sharpe ratio ikke beregnes, da denne kun opgøres for afdelinger der har eksisteret mere end 36 måneder.

\*\*\* Afdeling Global Minimum Variance's regnskabsperiode var 7.3.2011 - 31.12.2011

### Risiko nøgletal for ny investeringsstrategi i perioden 3/10 2011 - 31/12 2011

	2011
Afkast i pct. i perioden	7,60
Benchmarkafkast i pct. i perioden	11,07



Afdeling High Yield Obligationer investerer primært i højt forrentede virksomhedsobligationer med en rating hos Standard & Poor's på BB+ til CCC på investeringstidspunktet. Målsætningen er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark. Afdelingen handler globalt på børser og andre markeder som Finanstilsynet har godkendt. Derudover investeres i Rule 144A-udstedelser med ombytningsret til papirer, der indenfor 1 år registreres hos Securities and Exchange Commission, og som omsættes på OTC-Fixed Income Markedet. Afdelingen hedger investeringer i fremmed valuta til euro.

#### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret

#### Benchmark

Merrill Lynch Global High Yield, BB-B rated, 2% Constrained, Ex Financials

#### Porteføljerrådgiver

Fortis Investment Management USA Inc.

#### Etablering

Marts 2001

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko			▼	Høj risiko		

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje. Den typiske investor er opmærksom på, at afdelingernes investeringer omfatter obligationer med høj risiko.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på obligationsmarkedet
- Renterisiko
- Kreditrisiko
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer, at den politiske situation er ustabil i en række af de lande, som afdelingen kan investere

i. Kurserne på obligationer udstedt af disse lande kan falde kraftigt som følge af politiske eller reguleringsmæssige indgreb efter et uventet politisk regimeskifte. Alene frykten for, at nye politiske initiativer kan bringe den økonomiske udvikling i et land i fare kan føre til faldende obligationskurser og dermed faldende nettoværdi af afdelingens formue.

Investorerne skal også være opmærksomme på, at en del af afdelingens formue kan placeres i kreditobligationer udstedt af selskaber. Kurserne på disse obligationer vil være påvirkelige af en lang række markedsmæssige og selskabsspecifikke forhold herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for renteutviklingen, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser.

Disse forhold har afgørende indflydelse på kreditrisiko og kursudvikling for kreditobligationer udstedt af selskaber og kan derfor have indflydelse på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

I særlige situationer som fx den globale kreditkrise i efteråret 1998, terrorangrebene i USA i september 2001 samt finanskrisen i 2008-2009 kan de finansielle markeder blive grebet af kollektiv panik, hvor investorernes risikoaversion stiger drastisk. I disse situationer afløses markedernes normale kursudviklingsmønster ofte af et markedsregime med store kursstigninger på likvide statsobligationer fra lande med høj kreditværdighed, men massive kursfald og kraftigt stigende kursvariation på mere risikobetonede obligationstyper, herunder kreditobligationer udstedt af selskaber med høj kreditrisiko og statsobligationer udstedt eller garanteret af stater med høj kreditrisiko. I disse situationer vil kurserne på de mere risikable obligationsudstedelser tendere til at samvariare modsatrettet mindre risikable statsobligationer.



## Årets afkast og performance

Afdeling High Yield Obligationer realiserede i 2011 et afkast på 3,14 %, mens benchmark gav et afkast på 4,49 %.

Afdelingens afkast nåede dermed ikke det forventede afkast på mellem 6 % og 10 %.

## Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 2,75 kr. pr. andel.

## Udviklingen i 2011

Investorerne fokus på eskalerende statsgæld, svag økonomiske vækst og alt for ringe kapitalpolstring i den europæiske banksektor dominerede markedet for virksomhedsobligationer i anden halvdel af 2011. Det førte til kapitaludstrømning fra markedet, øget volatilitet og negative afkast, der delvis neutraliserede de pæne afkastresultater i segmentet tidligere på året.

For hele 2011 leverede markedet et positivt afkast på 4,5 % takket være et rally ved årets udgang, drevet af nye ekspansive initiativer fra den Europæiske Centralbank og en tilsyneladende stadig mere beslutsom politisk ledelse i EU, der vendte kapitalstrømmen til markedet.

Afdeling High Yield Obligationer fastholdt en konservativ markedstilgang i det meste af 2011, især i andet halvår.

Afdelingen har fastholdt sin betydelige undervægt i Europa (3 % under benchmarkvægt). Vi valgte midt på året at øge eksponeringen mod højere kreditkvalitet (BB ratede udstedere) og at reducere porteføljens gennemsnitlige restløbetid (varigheden, der er afgørende for rentefølsomheden) til 4,1 år mod benchmark's 4,4 år. Disse to justeringer sikrede et merafkast i forhold til benchmark i løbet af andet halvår af 2011, der blev en særdeles volatil periode for markedet med både positive og negative månedsudsving i benchmark på op til 5 %-point.

Ved indgangen til 2012 er afdelingen fortsat forsigtigt positioneret med så godt som ingen eksponering i CCC-ratede udstedere, 4 % undervægt i B-ratede

udstedere, 6 % i kontant likviditet og overvægtning af udstedere i ikke-cykliske sektorer.

## Forventninger til 2012

Foreningen vurderer, at high yield-segmentet ved indgangen til 2012 er prissat til en gennemsnitlig merrente på mellem 1 og 2 % p.a. både i forhold til det historiske high yield afkastniveau og i forhold til aktuel *fair value*.

Hertil kommer, at den aktuelle konkurshyppighed er under halvdelen af det historiske gennemsnit på 4 %, og at alting tyder på, at denne hyppighed vil holde sig under gennemsnittet, ihvert fald gennem hele 2012.

Med attraktive merrenter, udsigt til en vis indsnævring af rentespændet til statspapirer, lav konkursrisiko og udsigt til et vist økonomisk opsving i USA vurderer vi, at high yield markedet i øjeblikket er en meget attraktiv investeringsmulighed.

Vi vurderer markedets afkastpotentiale i intervallet 5-8 % i 2012.

## Særlige risici i 2012

Inspireret af det attraktive afkastpotentiale i high yield-segmentet viste markedet sig i stand til at se ud over den aktuelle krisesituation i slutningen af foregående år, men der skal formentlig ikke meget til at vende stemningen igen. Nye politiske friktioner i EU-samarbejdet eller et økonomisk/politisk indgreb, som markedet bedømmer som "utilstrækkeligt" vil være mere end rigeligt til at starte en kapitaludstrømning fra markedet.

High yield-markedet er kort og godt ekstra sårbart over for negative nyheder, og vi forventer fortsat forhøjet volatilitet, så længe EU endnu ikke har fundet en langtidsholdbar løsning på gælds- og budgetproblemerne.

I lyset af denne markedsspænding planlægger afdelingen derfor at holde sig relativt tæt til benchmark i 2012, dog med undervægt i de ringeste kreditkvaliteter og med en varighed under benchmark.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	Merrill Lynch High Yield (KK)
Afdelingsformue	380.251 t.kr.
Indre værdi	100,54 DKK
Cirkulerende mængde	3.782.016 stk.
Startdato	16-08-2001
Seneste udbytte	2,75 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)	Afdeling	Benchmark
Afkast (% p.a.)	5,38	6,82
Standardafvigelse (% p.a.)	12,15	14,95
Sharpe-Ratio	0,23	0,28

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

7% Equinix Inc 15/07/21	1,1
6,375% Fiat Fin 01/04/2016	1,1
7,5% Polypore Int 15/11/17	1,0
8,5% HCA Inc 15/04/2019	1,0
7,875% Case New 01/12/2017	0,9
8% Kansas City 01/02/18	0,9
10% Libby Glass Inc 15/02/15	0,9
7,25% Intelsat Jack 15/10/20	0,9
6,875% CF Industries 01/05/18	0,9
7% Ford Motor 15/04/15	0,9

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Kommunikation	20,30
Energj	16,50
Forbrugsgoder, cykliske	14,90
Forbrugsgoder, ikke- cykliske	13,80
Industri	12,00
Materialer	7,50
Finans	5,50
Forsyning	4,60
Teknologi	1,20
Øvrige incl. kontant	3,70
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteindtægter	29.130	31.423
<b>I alt renter</b>	<b>29.130</b>	<b>31.423</b>
Kursgevinster og -tab, obligationer	-2.784	44.907
Kursgevinster og -tab, valutaterminer	-7.915	-29.340
Kursgevinster og -tab, valutakonti	-1.992	1.187
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver	-13	13
2 Handelsomkostninger	-41	-402
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-12.745</b>	<b>16.365</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>16.385</b>	<b>47.788</b>
3 Administrationsomkostninger	4.286	3.626
<b>Resultat før skat</b>	<b>12.099</b>	<b>44.162</b>
4 Skat	9	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>12.090</b>	<b>44.162</b>
Udlodningsregulering	375	4.708
Overført fra sidste år	763	-11.166
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.138</b>	<b>-6.458</b>
<b>Til disposition</b>	<b>13.228</b>	<b>37.704</b>
5 Til rådighed for udlodning	11.016	38.751
Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	10.401	37.988
Overført til udlodning næste år	615	763
<b>Overført til formuen</b>	<b>2.212</b>	<b>-1.047</b>

## Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
6 Indestående i depotselskab	19.979	18.063
Noterede obl. fra danske selskaber	0	1.928
Noterede obl. fra udenlandske selskaber	362.160	370.488
<b>6 I alt obligationer</b>	<b>362.160</b>	<b>372.416</b>
Unoterede valutaterminforretninger	0	1.257
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>1.257</b>
Tilgodehavende renter, udbytte, mm.	7.242	7.386
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.242</b>	<b>7.386</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>389.381</b>	<b>399.122</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	380.251	398.157
Unoterede valutaterminforretninger	8.661	0
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>8.661</b>	<b>0</b>
Skyldige omkostninger	469	349
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	616
<b>I alt anden gæld</b>	<b>469</b>	<b>965</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>389.381</b>	<b>399.122</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

1	Renter (1.000 kr.)	2011	2010
	Renteindtægter depotselskab	66	3
	Noterede obl. fra danske udstedere	8	172
	Noterede obl. fra udenlandske udstedere	28.816	31.197
	Unoterede obl. fra udenlandske udstedere	231	36
	Øvrige indtægter	9	15
	<b>I alt renter</b>	<b>29.130</b>	<b>31.423</b>
2	Handelsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
	Bruttohandelsomkostninger	329	1.088
	Dækket af emis.- og indløsn. indtægter	-288	-686
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>41</b>	<b>402</b>
3	Administrationsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
	<i>Afdelingsdirekte</i>		
	Revisionshonorar til revisorer	13	24
	Andre honorarer til revisorer	89	1
	Gebyrer til depotselskab	194	80
	Markedsføringsomkostninger	1.929	1.881
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	604	590
	Administrationsvederlag	1.343	941
	Øvrige omkostninger	32	47
	I alt afd.direkte administrationsomkostninger	4.204	3.564
	<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
	Honorar til bestyrelse	32	17
	Revisionshonorar til revisorer	19	10
	Andre honorarer til revisorer	4	2
	Gebyrer til depotselskab	1	2
	Øvrige omkostninger	26	31
	I alt andel af fælles administrationsomk.	82	62
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>4.286</b>	<b>3.626</b>
4	Skat (1.000 kr.)	2011	2010
	Ikke refunderbar skat på udbytter	9	0
	<b>I alt skat</b>	<b>9</b>	<b>0</b>
5	Til rådighed for udlodning (1.000 kr.)	2011	2010
	Renter og udbytter	29.130	31.426
	Kursgevinst til udlodning	-14.966	17.412
	Adm.omkostninger til modregning i udlodning	-4.286	-3.626
	Udlodningsregul. ved emission/indløsning	375	4.708
	Udlodning overført fra sidste år	763	-11.166
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>11.016</b>	<b>38.751</b>
6	Finansielle instrumenter (%)	2011	2010
	Børsnoterede finansielle instrumenter	92,67%	95,07%
	Øvrige finansielle instrumenter	7,33%	4,93%
	<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
	<i>Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S</i>		
7	Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	370.618	398.157
	Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		-37.988
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		-150
	Emissioner i året	43.444	43.325
	Indløsninger i året	-35.860	-35.183
	Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		0
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		-375
	Overført til udlodning fra sidste år		-763
	Overført til udlodning næste år		615
	Foreslået udlodning		10.401
	Overført fra resultatopgørelsen		2.212
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>378.202</b>	<b>380.251</b>
7	Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	432.828	413.453
	Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		
	Emissioner i året	44.404	47.316
	Indløsninger i året	-106.614	-106.774
	Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		-4.708
	Overført til udlodning fra sidste år		11.166
	Overført til udlodning næste år		763
	Foreslået udlodning		37.988
	Overført fra resultatopgørelsen		-1.047
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>370.618</b>	<b>398.157</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

8	5 års oversigt	2011	2010	2009	2008	2007
	Netto resultat (1.000 kr.)	12.090	44.162	163.326	-117.054	7.531
	Formue inkl. udlodning (1.000 kr.)	380.251	398.157	413.453	392.295	450.436
	Cirkulerende andele (stk.)	3.782.016	3.706.181	4.328.278	5.958.645	4.943.861
	Indre værdi pr. andel	100,54	107,43	95,52	65,84	91,11
	Udlodning pr. andel	2,75	10,25	0,00	0,00	4,50
	Årets afkast i pct.	3,14	12,47	45,08	-23,88	1,42
	Årets benchmarkafkast i pct.	4,49	14,54	60,90	-28,30	0,72
	Omkostningspct.	1,11	0,96	0,98	0,97	0,97
	Omsætningshastighed	0,92	1,28	0,60	0,21	0,51
	Sharpe ratio	0,23	0,24	0,06	-0,54	1,10
	ÅOP	1,32	1,27	1,24	1,17	1,17

### Skattebehandling af udbytter 2011

Personer	Udbytte (kr. per andel)	Kapitalindkomst (kr. per andel)	Aktieindkomst (kr. per andel)	Skattefri indkomst (kr. per andel)	Pensionsskattepligtig (pct.)
	2,75	2,75	0,00	0,00	100,00
Selskaber	Selskabsindkomst medtages med 100% (kr. per andel)	Udbytte medtages med 66% (kr. per andel)			
	2,75	0,00			

### Specifikation af valutaterminer (1.000 kr)

Unoterede valutaterminsforretninger- passiver	2011
EURGBP	38
EURUSD	8.623

Afdeling Lange Danske Obligationer investerer i danske børsnoterede obligationer for at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark. Den overordnede investeringsstrategi styres af afdelingens forventninger til den globale økonomiske udvikling og dermed renteutviklingen. Vægtning af markedssegmenter og udvalg af obligationer er baseret på fundamental markedsanalyse.

#### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret

#### Benchmark

60 % Effas > 1 Year, 40 % Nordea Bank Danmark A/S' realkreditobligationsindeks

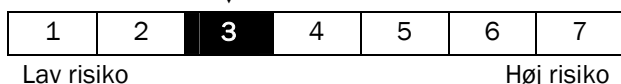
#### Porteføljerrådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

November 1994

#### Risikoklassifikation



#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på obligationsmarkedet
- Landerisiko
- Kreditrisiko

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

#### Årets afkast og performance

Afdeling Lange Danske Obligationer realiserede i 2011 et afkast på 8,19 %, mens benchmark gav et afkast på 11,63 %.

Årskastet er en del højere end det forventede afkastinterval på 4-6 %.

Konverterbare realobligationer klarede sig generelt godt i forhold til statsobligationer i først halvår, da de var blevet en mangelvare på grund af omlægning til flexlån og høj flexlånsandel af nyudstedelserne. De blev dog ramt af de voldsomme rentestigninger i andet halvår, der gav markante kursfald i segmentet. For året som helhed gav de konverterbare obligationer dog generelt et merafkast i forhold til statsobligationer.

#### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 7,25 kr. pr. andel.

#### Udviklingen i 2011

Det europæiske gældsproblem blev en katalysator for de danske obligationer i 2011. Den uholdbare gældssituation i Grækenland og manglende reformvillighed fik mange investorer til at frygte en egentlig statsbankerot. Markedet stillede også spørgsmålstegn ved holdbarheden af Italiens enorme gæld og Spaniens store budgetunderskud. Selv flere politiske tiltag for at løse den europæiske krise kunne ikke dæmme op for uroen, der drev investorerne mod "sikker havn" i tyske og danske obligationer.

Den 10-årige danske rente faldt med over 1,5 %point i 2011, mens den 2-årige rente faldt lidt mindre.

På trods af stigende usikkerhed og risikoaversion klarede konverterbare realkreditobligationer sig godt i 2011 og gav generelt et højere afkast end sammenlignelige statsobligationer. Inkonverterbare realkreditobligationer havde også et fint år med højere afkast end statsobligationer.

Rentestigninger i begyndelsen af 2011 medførte et negativt afkast på -0,3% i afdeling Lange Danske Obligationer i første halvår - på niveau med benchmarkafkastet. Afdelingens årsafkast på 8,21 % blev skabt af det massive rentefald i efteråret. Selv dette høje afkast kunne ikke følge med afkastet på benchmark i efteråret. Det skyldes først og fremmest, at afdelingen besluttede at reducere porteføljens rentefølsomhed (varighed), da renteniveauet allerede ved halvårsskiftet blev vurderet som meget lavt - både i historisk perspektiv og i forhold til afdelingens økonomiske forventninger.

### Forventninger til 2012

Nationalbanken har sænket styringsrenten til et rekordlavt niveau. Aftagende inflation og fortsat stor økonomisk usikkerhed forventes at holde styringsrenten lav niveau i 2012.

Vi venter, at den lave styringsrente, den verserende gældskrise og de svage vækstudsigter i Europa vil holde danske renter på et lavt niveau i lang tid fremover. Vi ser dog en vis for at især de lange renter vil kunne stige en smule i andet halvår, hvis vækstudsigterne for USA stadig forbedres.

Vi vurderer, at et højt konverteringsniveau og svingende renter vil begrænse afkastpotentialet i konverterbare realkreditobligationer. Inkonverterbare realkreditobligationer vil imidlertid kunne give en attraktiv merrente i forhold til statsobligationer, og afdelingen forventer at have stor eksponering i dette segment i 2012.

Udsigt til begrænsede afkastmuligheder i realkreditsegmentet og de allerede meget lave renteniveauer forventes at begrænse afkastet i 2012 til 1-2 %.

### Særlige risici i 2012

Kapitalindstrømningen har sendt de danske renter ned i rekordlave niveauer. Men en hurtig løsning på gældskrisen og/eller forbedrede globale vækstudsigter kan vende kapitalstrømmen og presse de danske renter op hurtigere og højere end forudsat i foreningens investeringsplanlægning. Det er især de lange renter, som i dette scenario vil stå for skud.

Et andet risikoscenario er en markant forværring af gældssituationen i Europa, som også vil kunne påvirke danske renter som følge af stigende kreditpræmier.

I et tredje scenario kan den danske *safe haven* status komme under pres, hvis dansk vækst går helt i stå eller ligefrem bliver negativ, muligvis som følge af en forværring på det danske boligmarked.

Endelig er stabiliteten af det danske banksystem, som i den grad er afhængig af statsstøtte, en risikofaktor i 2012.

Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	60% Effas>1 og 40% Nordea Realkreditindeks
Afdelingsformue	473.340 t.kr.
Indre værdi	105,19 DKK
Cirkulerende mængde	4.499.726 stk.
Startdato	15-12-1994
Seneste udbytte	7,25 DKK/andel

Risiko

(60 måneder)	Afdeling	Benchmark
Afkast (% p.a.)	5,44	6,86
Standardafvigelse (% p.a.)	4,54	4,73
Sharpe-Ratio	0,63	0,91

Afdelingens ti største beholdninger (%)

4,00% DK Stat INK St.lån 12	37,9
5,00% DK Stat INK St.lån 13	12,5
2,00% KD 10T JA 15	10,0
2,00% DK Stat INK St.lån 14	8,4
2,00% Nykred 12E B ja nc 13	5,9
4,00% BRFkred 321.E 13	3,8
4,00% Nykred 12E B ja nc 14	3,5
2,72% Totalkr 30C. CF 38	2,4
5,00% DLR 43.s.A 35	2,3
4,00% KD 22D s. 28	1,9

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Segment	
Statsobligationer	61,79
Realkreditobligationer (Flex)	23,14
Realkreditobligationer (Konverterbare)	6,78
Realkreditobligationer (Variable)	3,37
Udtrukne obligationer	2,30
Kontant	2,62
<b>Aktiver I alt</b>	<b>100,00</b>

Varighed (%)

0-2	65,05
2-5	22,18
5-10	1,86
>10	10,91
<b>I alt</b>	<b>100,00</b>

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
Renteindtægter	17.006	14.084
<b>1 I alt renter</b>	<b>17.006</b>	<b>14.084</b>
Kursgevinster og -tab, obligationer	26.811	5.015
2 Handelsomkostninger	-72	-216
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>26.739</b>	<b>4.799</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>43.745</b>	<b>18.883</b>
3 Administrationsomkostninger	3.310	2.234
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>40.435</b>	<b>16.649</b>
Udlodningsregulering	-1.787	-215
Overført fra sidste år	656	750
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-1.131</b>	<b>535</b>
<b>Til disposition</b>	<b>39.304</b>	<b>17.184</b>
4 Til rådighed for udlodning	33.013	17.794
Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	32.623	17.138
Overført til udlodning næste år	390	656
<b>Overført til formuen</b>	<b>6.291</b>	<b>-610</b>

Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
5 Indestående i depotselskab	12.397	1.867
Noterede obligationer fra danske selskaber	456.396	328.325
<b>5 I alt obligationer</b>	<b>456.396</b>	<b>328.325</b>
Tilgodehavende renter, udbytte, mm.	4.891	4.787
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.891</b>	<b>4.787</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>473.684</b>	<b>334.979</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	473.340	334.771
Skyldige omkostninger	344	208
<b>I alt anden gæld</b>	<b>344</b>	<b>208</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>473.684</b>	<b>334.979</b>
7 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

<b>1</b>	<b>Renter (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>5</b>	<b>Finansielle instrumenter (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	Noterede obligationer fra danske udstedere	17.006	14.084		Børsnoterede finansielle instrumenter	97,36%	99,43%
	<b>I alt renter</b>	<b>17.006</b>	<b>14.084</b>		Øvrige finansielle instrumenter	2,64%	0,57%
					<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>2</b>	<b>Handelsomkostninger (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>				
	Bruttohandelsomkostninger	178	382				
	Dækket af emis.- og indløn. indtægter	-106	-166				
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>72</b>	<b>216</b>				
<b>3</b>	<b>Administrationsomkostninger (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>				
	<i>Afdelingsdirekte</i>			<b>6</b>	<b>Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)</b>	<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>
	Revisionshonorar til revisorer	13	24		Medlemmernes formue (primo)	326.436	334.771
	Andre honorarer til revisorer	0	1		Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		-17.138
	Gebyrer til depotselskab	80	57		Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		-10.448
	Markedsføringsomkostninger	1.446	1.010		Emissioner i året	251.804	253.888
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	507	362		Indløsninger i året	-128.267	-128.337
	Administrationsvederlag	1.124	674		Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		169
	Øvrige omkostninger	36	48		Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		1.787
	<b>I alt afd.direkte administrationsomkostninger</b>	<b>3.206</b>	<b>2.176</b>		Overført til udlodning fra sidste år		-656
					Overført til udlodning næste år		390
	<i>Andel af fællesomkostninger</i>				Foreslået udlodning		32.623
	Honorar til bestyrelse	42	17		Overført fra resultatopgørelsen		6.291
	Revisionshonorar til revisorer	24	9		<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>449.973</b>	<b>473.340</b>
	Andre honorarer til revisorer	5	2				
	Gebyrer til depotselskab	0	2				
	Øvrige omkostninger	33	28		<b>6</b>	<b>Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)</b>	<b>Cirk. beviser</b>
	<b>I alt andel af fælles administrationsomk.</b>	<b>104</b>	<b>58</b>		Medlemmernes formue (primo)	358.443	372.585
					Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		-23.299
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.310</b>	<b>2.234</b>		Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		5.663
					Emissioner i året	69.255	69.745
<b>4</b>	<b>Til rådighed for udlodning (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		Indløsninger i året	-101.262	-106.572
	Renter og udbytter	17.006	14.084		Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		
	Kursgevinst til udlodning	20.448	5.409		Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		215
	Adm.omkostninger til modregning i udlodning	-3.310	-2.234		Overført til udlodning fra sidste år		-750
	Udlodningsregul. ved emission/indløsning	-1.787	-215		Overført til udlodning næste år		656
	Udlodning overført fra sidste år	656	750		Foreslået udlodning		17.138
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>33.013</b>	<b>17.794</b>		Overført fra resultatopgørelsen		-610
					<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>326.436</b>	<b>334.771</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

<b>7</b>	<b>5 års oversigt</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
	Netto resultat (1.000 kr.)	40.435	16.649	13.710	28.826	5.609
	Formue inkl. udlodning (1.000 kr.)	473.340	334.771	372.585	379.602	343.046
	Cirkulerende andele (stk.)	4.499.726	3.264.361	3.584.425	3.624.023	3.403.381
	Indre værdi pr. andel	105,19	102,55	103,95	104,75	100,80
	Udlodning pr. andel	7,25	5,25	6,50	4,50	4,50
	Årets afkast i pct.	8,19	5,04	3,72	8,65	1,73
	Årets benchmarkafkast i pct.	11,63	7,47	4,30	9,53	1,65
	Omkostningspct.	0,69	0,66	0,67	0,67	0,66
	Omsætningshastighed	1,77	1,55	0,85	3,36	2,96
	Sharpe ratio	0,63	0,22	0,11	0,18	0,12
	ÅOP	0,77	0,79	0,78	0,91	0,89

### Skattebehandling af udbytter 2011

Personer	Udbytte (kr. per andel)	Kapitalindkomst (kr. per andel)	Aktieindkomst (kr. per andel)	Skattefri indkomst (kr. per andel)	Pensionsskattepligtig (pct.)
	7,25	7,15	0,00	0,10	100,00
Selskaber	Selskabsindkomst medtages med 100% (kr. per andel)	Udbytte medtages med 66% (kr. per andel)			
	7,25	0,00			

Afdelingen kan investere på markeder inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges eller af Federation of European Securities Exchanges (FE-SE). Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt (mere end 5 år) med en moderat risikoprofil gennem taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

#### Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret

#### Benchmark

10 % MSCI World EUR-hedged, 3 % MSCI NORDIC og 87 % EURO MTS GLOB Index level (DKK) NR.

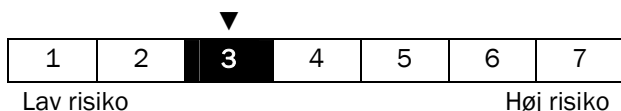
#### Porteføljegråd giver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Februar 2009

#### Risikoklassifikation



#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens typiske investor investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen. Frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker den typiske investor at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet og obligationsmarkedet
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer den såkaldte *allokeringsrisiko*. Afdelingens investeringer bygger på en taktisk aktivallokering, der afspejler afdelingens investeringshorisont og risikoprofil. Den taktiske aktivallokering vil normalt medføre både aktie- og obligationseksponering gennem investering i aktie- og obligationsfokuserede investeringsinstitutter. Nettoværdien af afde-

lingens formue vil derfor kunne falde som følge af negativ kursudvikling på såvel aktie- som obligationsmarkederne.

Desuden bærer afdelingen en geografisk risiko, fordi der investeres i aktier fra hele verden. Kursudviklingen på de internationale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som den internationale finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

Endelig er der risiko for, at afdelingen kan have investeret i enkeltmarkeder (særlig blandt de nye markeder), der af politiske, økonomiske, finansielle, valutariske, regulatoriske eller andre årsager udvikler sig negativt i forhold til det internationale aktiemarked i almindelighed.

#### Årets afkast og performance

Afdeling PensionPlanner 2 gav i 2011 et afkast på -0,65 %, mens benchmark gav et afkast på -0,07 %.

Såvel afdelingens afkast som benchmarkafkastet har således overrasket negativt i forhold til de senest offentliggjorte afkastforventninger for 2011 i intervallet 1-3 %.

#### Udviklingen i 2011

På grundlag af forholdsvis gode økonomiske udsigter ved årets begyndelse valgte afdelingen at overvægte aktieeksponeringen i forhold til benchmark. Overvægten blev dog neutraliseret i maj efter en revurdering af de globale makrokonjunkturer.

Stigende volatilitet i anden halvdel af 2011 gav anledning til flere justeringer af porteføljens aktieandel, men gennemgående var eksponeringen under benchmark, ikke midt i juli og august under de voldsomme globale aktiekursfald.

Vi prioriterede europæiske aktier højere end amerikanske aktier ved årets start, men skiftede gradvist



til den modsatte prioritering af de to regioner i takt med, at amerikanske aktier kunne fremvise stadig stærkere fundamentale nøgletal. Japanske aktier forblev neutralvægtede i hele perioden. Afdelingens performance i 2011 er først og fremmest drevet af disse overordnede aktiedispositioner.

Rentefølsomheden (varigheden) af afdelingens obligationsinvesteringer blev fastholdt på niveauet omkring benchmark i det mest af året. Vi valgte at overeksponere porteføljen i statsobligationer i udvalgte nye markeder gennem det meste af året.

#### **Forventninger til 2012**

Afdelingen forventer et afkast i 2012 på 7-10 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmnes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

#### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici i afdelingens investeringsunivers er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA
- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorernes bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne.

Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	87% EURO MTS GLOB Index Level, 10% MSCI World EUR-Hedged og 3% MSCI Nordic (DKK)
Afdelingsformue	24.229 t.kr.
Indre værdi	110,57 DKK
Cirkulerende mængde	219.128 stk.
Startdato	19-06-2009

Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES EURO COPORATE BOND	19,5
Ishares BC EU CR BD X Finan	19,3
Lyxor ETF Euromts Global	18,0
ABI Lange Danske Obligationer	17,3
BNP PA L1 Bond WO EM LCL	5,4
EASYETF S&P GSCI	4,1
DB X-Trackers Emerg Market	3,4
Fortis Solution Global TAA	3,0
Amundi ETF MS Nor	2,4
DB X-TR II Eonia TR	2,3

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Højrente obligationer	46,20
Europæiske obligationer	18,27
Danske obligationer	17,29
Råvarer	4,06
Nye aktiemarkeder	3,42
Global Taktisk Allokering	2,96
Nordiske aktier	2,43
Kontant	2,08
Europæiske aktier	1,33
Øvrige og kontant	1,96
I alt	100,00

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteudgifter	1	1
2 Udbytter	535	427
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>534</b>	<b>426</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele	-283	1.430
Kursgevinster og -tab, valutakonti	-7	-36
Kursgevinster og -tab, valutaterminer	118	-332
3 Handelsomkostninger	-22	-12
<b>I alt Kursgevinster og -tab</b>	<b>-194</b>	<b>1.050</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>340</b>	<b>1.477</b>
4 Administrationsomkostninger	343	457
<b>Resultat før skat</b>	<b>-3</b>	<b>1.020</b>
5 Skat	0	2
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-3</b>	<b>1.018</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>-3</b>	<b>1.018</b>

Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
6 Indestående i depotselskab	58	156
Inv.beviser i danske inv. foreninger	4.497	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	19.819	38.124
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>24.316</b>	<b>38.124</b>
Unoterede valutaterminforretninger	0	48
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>48</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>24.374</b>	<b>38.328</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	24.229	38.323
Unoterede valutaterminforretninger	105	0
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>105</b>	<b>0</b>
Skyldige omkostninger	40	5
<b>I alt anden gæld</b>	<b>40</b>	<b>5</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>24.374</b>	<b>38.328</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

	2011	2010
<b>1 Renter (1.000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	1	1
<b>I alt renter</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>2 Udbytter (1.000 kr.)</b>		
Inv.beviser i danske inv. foreninger	346	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	189	427
<b>I alt udbytter</b>	<b>535</b>	<b>427</b>
<b>3 Handelsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	49	29
Dækket af emis.- og indløn. indtægter	-27	-17
<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>22</b>	<b>12</b>
<b>4 Administrationsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
<i>Afdelingsdirekte</i>		
Revisionshonorar til revisorer	13	24
Andre honorarer til revisorer	0	1
Gebyrer til depotselskab	53	49
Markedsføringsomkostninger	120	178
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	58	74
Administrationsvederlag	60	78
Øvrige omkostninger	32	46
I alt afd.dir. direkte administrationsomkostninger	336	450
<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
Honorar til bestyrelse	3	3
Revisionshonorar til revisorer	2	1
Andre honorarer til revisorer	0	0
Gebyrer til depotselskab	0	0
Øvrige omkostninger	2	3
I alt andel af fælles administrationsomk.	7	7
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>343</b>	<b>457</b>
<b>5 Skat (1.000 kr.)</b>		
Ikke refunderbar skat på udbytter	0	2
<b>I alt skat</b>	<b>0</b>	<b>2</b>

	2011	2010
<b>6 Finansielle instrumenter (%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,33%	99,47%
Øvrige finansielle instrumenter	0,67%	0,53%
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primus)	34.435	38.323
Emissioner i året	0	0
Indløsninger i året	-12.522	-14.120
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		29
Overført fra resultatopgørelsen		-3
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>21.913</b>	<b>24.229</b>

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primus)	43.141	46.744
Emissioner i året	1.500	1.636
Indløsninger i året	-10.206	-11.109
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		34
Overført fra resultatopgørelsen		1.018
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>34.435</b>	<b>38.323</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

8 5 års oversigt	2011	2010	2009*	2008	2007
Netto resultat (1.000 kr.)	-3	1.018	3.390		
Formue (1.000 kr.)	24.229	38.323	46.744		
Cirkulerende andele (stk.)	219.128	344.350	431.412		
Indre værdi pr. andel	110,57	111,29	108,35		
Årets afkast i pct.	-0,65	2,71	8,35		
Årets benchmarkafkast i pct.	-0,07	2,16	5,69		
Omkostningspct.	1,14	1,17	0,69		
Omsætningshastighed	2,19	0,71	0,17		
Sharpe ratio**					
ÅOP	1,33	1,31	0,81		

\* Afdeling PensionPlanner 2's regnskabsperiode var 19.06.09 - 31.12.09

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 19.06.2009

Specifikation af valutaterminer (1.000 kr)	2011
Unoterede valutaterminforretninger- passiver	
EURUSD	105

Specifikation af inv.foreningsbeviser (1.000 kr)	2011
--	------

### Danske inv.foreninger

ABI Lange Danske Obligationer	DK0015861496	4.197
ABI Danske Indeks	DK0060269074	300
<i>Udenlandske inv.foreninger</i>		
Amundi ETF MS Nor	FR001065573	591
BNP PA L1 Bond WO EM LCL	LU025128036	1.297
DB X-TR II Eonia TR	LU029035849	551
DB X-Trackers Emerg Market	LU029210764	831
DB X-Trackers MSCI Europe TR	LU027420923	322
EASYETF S&P GSCI	LU020324384	985
Fortis Solution Global TAA	LU039407400	718
Ishares BC EU CR BD X Finan	DE000A0YEEEX	4.666
Ishares Ebrexx Govgo 1,5-2,5	DE000628947	84
ISHARES EURO COPORATE BOND	DE000251124	4.716
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	IE00B14X4M1	177
Lyxor ETF Euromts Global	FR001002886	4.350
Parworld Track Emmkt BD-X	LU055047006	531

Afdelingen kan investere på markeder inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges eller af Federation of European Securities Exchanges (FE-SE). Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt (mere end 5 år) med en moderat risikoprofil gennem taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

#### Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret

#### Benchmark

27 % MSCI World EUR-hedged, 7 % MSCI NORDIC og 66 % EURO MTS GLOB Index level (DKK) NR.

#### Porteføljerådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Februar 2009

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko			▼	Høj risiko		

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens typiske investor investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen. Frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker den typiske investor at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet og obligationsmarkedet
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer den såkaldte *allokeringsrisiko*. Afdelingens investeringer bygger på en taktisk aktivallokering, der afspejler afdelingens investeringshorisont og risikoprofil. Den taktiske aktivallokering vil normalt medføre både aktie- og obligationseksponering gennem investering i aktie- og obligationsfoku-

serede investeringsinstitutter. Nettoværdien af afdelingens formue vil derfor kunne falde som følge af negativ kursudvikling på såvel aktie- som obligationsmarkederne.

Desuden bærer afdelingen en geografisk risiko, fordi der investeres i aktier fra hele verden. Kursudviklingen på de internationale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som den internationale finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

Endelig er der risiko for, at afdelingen kan have investeret i enkeltmarkeder (særlig blandt de nye markeder), der af politiske, økonomiske, finansielle, valutariske, regulatoriske eller andre årsager udvikler sig negativt i forhold til det internationale aktiemarked i almindelighed.

#### Årets afkast og performance

Afdeling PensionPlanner 3 gav i 2011 et afkast på -1,16 %, mens benchmark gav et afkast på -1,62 %.

Såvel afdelingens afkast som benchmarkafkastet har således overrasket negativt i forhold til de senest offentliggjorte afkastforventninger for 2011 i intervallet 2-4 %.

#### Udviklingen i 2011

På grundlag af forholdsvis gode økonomiske udsigter ved årets begyndelse valgte afdelingen at overvægte aktieeksponeringen i forhold til benchmark. Overvægten blev dog neutraliseret i maj efter en revurdering af de globale makrokonjunkturer.

Stigende volatilitet i anden halvdel af 2011 gav anledning til flere justeringer af porteføljens aktieandel, men gennemgående var eksponeringen under benchmark, ikke midst i juli og august under de voldsomme globale aktiekursfald.

Vi prioriterede europæiske aktier højere end amerikanske aktier ved årets start, men skiftede gradvist til den modsatte prioritering af de to regioner takt med, at amerikanske aktier kunne fremvise stadig stærkere fundamentale nøgletal. Japanske aktier forblev neutralvægtede i hele perioden. Afdelingens performance i 2011 er først og fremmest drevet af disse overordnede aktiedispositioner.

Rentefølsomheden (varigheden) af afdelingens obligationsinvesteringer blev fastholdt på niveauet omkring benchmark i det mest af året. Vi valgte at overeksponere porteføljen i statsobligationer i udvalgte nye markeder gennem det meste af året.

### **Forventninger til 2012**

Afdelingen forventer et afkast i 2012 på 8-11 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmnes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici i afdelingens investeringsunivers er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA
- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorernes bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	66% EURO MTS GLOB Index Level, 27% MSCI World EUR-Hedged og 7% MSCI Nordic (DKK)
Afdelingsformue	153.713 t.kr.
Indre værdi	114,16 DKK
Cirkulerende mængde	1.346.516 stk.
Startdato	19-06-2009

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ABI Lange Danske Obligationer	17,6
ISHARES EURO CORPORATE BOND	17,3
Ishares BC EU CR BD X Finan	11,1
Lyxor ETF Euromts Global	11,0
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	6,9
BNP PA L1 Bond WO EM LCL	6,8
DB X-Trackers Emerg Market	5,8
Parworld Track Emmkt BD-X	5,2
EASYETF S&P GSCI	5,2
Amundi ETF MS Nor	4,1

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Højrente obligationer	40,39
Danske obligationer	17,61
Europæiske obligationer	10,95
US aktier	6,88
Nye aktiemarkeder	5,84
Råvarer	5,17
Nordiske aktier	4,12
Global Taktisk Allokering	4,09
Japan Large Cap	1,97
Øvrige og kontant	2,99
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteudgifter	11	8
2 Udbytter	3.049	2.273
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>3.038</b>	<b>2.265</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele	-1.942	13.692
Kursgevinster og -tab, valutakonti	16	-738
Kursgevinster og -tab, valutaterminer	-230	-6.000
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver	4	1
3 Handelsomkostninger	-65	-93
<b>I alt Kursgevinster og -tab</b>	<b>-2.217</b>	<b>6.862</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>821</b>	<b>9.127</b>
4 Administrationsomkostninger	1.571	2.124
<b>Resultat før skat</b>	<b>-750</b>	<b>7.003</b>
5 Skat	0	18
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-750</b>	<b>6.985</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>-750</b>	<b>6.985</b>

## Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
6 Indestående i depotselskab	232	859
Inv.beviser i danske inv. foreninger	28.973	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	125.968	215.033
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>154.941</b>	<b>215.033</b>
Unoterede valutaterminforretninger	0	489
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>489</b>
Tilgodehavende renter, udbytte mm.	53	50
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>53</b>	<b>50</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>155.226</b>	<b>216.431</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	153.713	216.370
Unoterede valutaterminforretninger	1.350	0
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>1.350</b>	<b>0</b>
Skyldige omkostninger	163	61
<b>I alt anden gæld</b>	<b>163</b>	<b>61</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>155.226</b>	<b>216.431</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

	2011	2010
<b>1 Renter (1.000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	11	8
<b>I alt renter</b>	<b>-11</b>	<b>-8</b>
<b>2 Udbytter (1.000 kr.)</b>		
Inv.beviser i danske inv. foreninger	1.965	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	1.084	2.273
<b>I alt udbytter</b>	<b>3.049</b>	<b>2.273</b>
<b>3 Handelsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	318	215
Dækket af emis.- og indløn. indtægter	-253	-122
<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>65</b>	<b>93</b>
<b>4 Administrationsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
<i>Afdelingsdirekte</i>		
Revisionshonorar til revisorer	13	24
Andre honorarer til revisorer	0	1
Gebyrer til depotselskab	93	93
Markedsføringsomkostninger	708	1.029
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	231	325
Administrationsvederlag	452	558
Øvrige omkostninger	32	46
I alt afd.direkte administrationsomkostninger	1.529	2.076
<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
Honorar til bestyrelse	17	17
Revisionshonorar til revisorer	10	7
Andre honorarer til revisorer	2	2
Gebyrer til depotselskab	0	1
Øvrige omkostninger	13	21
I alt andel af fælles administrationsomk.	42	48
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>1.571</b>	<b>2.124</b>
<b>5 Skat (1.000 kr.)</b>		
Ikke refunderbar skat på udbytter	0	18
<b>I alt skat</b>	<b>0</b>	<b>18</b>

	2011	2010
<b>6 Finansielle instrumenter (%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,99%	99,38%
Øvrige finansielle instrumenter	1,01%	0,62%
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	187.326	216.370
Emissioner i året	1.100	1.274
Indløsninger i året	-53.774	-63.181
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		0
Overført fra resultatopgørelsen		-750
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>134.652</b>	<b>153.713</b>

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	244.246	273.573
Emissioner i året	5.100	5.776
Indløsninger i året	-62.020	-70.144
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		180
Overført fra resultatopgørelsen		6.985
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>187.326</b>	<b>216.370</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

8 5 års oversigt	2011	2010	2009*	2008	2007
Netto resultat (1.000 kr.)	-750	6.985	28.038		
Formue (1.000 kr.)	153.713	216.370	273.573		
Cirkulerende andele (stk.)	1.346.516	1.873.260	2.442.455		
Indre værdi pr. andel	114,16	115,50	112,01		
Årets afkast i pct.	-1,16	3,12	12,01		
Årets benchmarkafkast i pct.	-1,62	3,91	8,98		
Omkostningspct.	0,87	0,95	0,55		
Omsætningshastighed	2,20	1,02	0,21		
Sharpe ratio**					
ÅOP	1,02	1,11	0,69		

\* Afdeling PensionPlanner 3's regnskabsperiode var 19.06.09 - 31.12.09

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 19.06.2009

### Specifikation af valutaterminer (1.000 kr.)

	2011
<i>Unoterede valutaterminsforretninger- passiver</i>	
EURJPY	115
EURUSD	1.235

### Specifikation af inv.foreningsbeviser (1.000 kr.)

		2011
<i>Danske inv.foreninger</i>		
ABI Lange Danske Obligationer	DK0015861496	27.095
ABI Danske Indeks	DK0060269074	1.878
<i>Udenlandske inv.foreninger</i>		
Amundi ETF MS Nor	FR001065573	6.344
BNP PA L1 Bond WO EM LCL	LU025128036	10.506
DB X-TR II Eonia TR	LU029035849	1.257
DB X-Trackers Emerg Market	LU029210764	8.984
DB X-Trackers MSCI Europe TR	LU027420923	2.008
EASYETF S&P GSCI	LU020324384	7.949
Fortis Solution Global TAA	LU039407400	6.288
Ishares BC EU CR BD X Finan	DE000A0YEEX	17.073
ISHARES EURO COPORATE BOND	DE000251124	26.537
Ishares MSCI Japan	IE00B02KXH5	3.005
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	IE00B14X4M1	10.559
Lyxor ETF Euromts Global	FR001002886	16.846
Lyxor ETF MSCI Europe	FR001026119	577
Parworld Track Enmkt BD-X	LU055047006	8.035

Afdelingen kan investere på markeder inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges eller af Federation of European Securities Exchanges (FE-SE). Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt (mere end 5 år) med en høj risiko-profil gennem taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

#### Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret

#### Benchmark

80 % MSCI World EUR-hedged og 20 % MSCI NORD-IC (DKK) NR.

#### Porteføljerrådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Februar 2009

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7	
Lav risiko					▼	Høj risiko	

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens typiske investor investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen. Frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker den typiske investor at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet og obligationsmarkedet
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer den såkaldte *allokeringsrisiko*. Afdelingens investeringer bygger på en taktisk aktivallokering, der afspejler afdelingens investeringshorisont og risikoprofil. Den taktiske aktivallokering vil normalt medføre både aktie- og obligationseksponering gennem investering i aktie- og obligationsfoku-

serede investeringsinstitutter. Nettoværdien af afdelingens formue vil derfor kunne falde som følge af negativ kursudvikling på såvel aktie- som obligationsmarkederne.

Desuden bærer afdelingen en geografisk risiko, fordi der investeres i aktier fra hele verden. Kursudviklingen på de internationale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som den internationale finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

Endelig er der risiko for, at afdelingen kan have investeret i enkeltmarkeder (særlig blandt de nye markeder), der af politiske, økonomiske, finansielle, valutariske, regulatoriske eller andre årsager udvikler sig negativt i forhold til det internationale aktiemarked i almindelighed.

#### Årets afkast og performance

Afdeling PensionPlanner 4 gav i 2011 et afkast på -7,99 %, mens benchmark gav et afkast på -7,19 %.

Såvel afdelingens afkast som benchmarkafkastet har således overrasket svagt negativt i forhold til de senest offentliggjorte afkastforventninger for 2011 i intervallet fra -3 % til -8 %.

#### Udviklingen i 2011

På grundlag af forholdsvis gode økonomiske udsigter ved årets begyndelse valgte afdelingen at overvægte aktieeksponeringen i forhold til benchmark. Overvægten blev dog neutraliseret i maj efter en revurdering af de globale makrokonjunkturer.

Stigende volatilitet i anden halvdel af 2011 gav anledning til flere justeringer af porteføljens aktieandel, men gennemgående var eksponeringen under benchmark, ikke midst i juli og august under de voldsomme globale aktiekursfald.



Vi prioriterede europæiske aktier højere end amerikanske aktier ved årets start, men skiftede gradvist til den modsatte prioritering af de to regioner takt med, at amerikanske aktier kunne fremvise stadig stærkere fundamentale nøgletal. Japanske aktier forblev neutralvægtede hele året.

### **Forventninger til 2012**

Afdelingen forventer et afkast i 2012 på 10-15 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmmes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici i afdelingens investeringsunivers er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA
- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorernes bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	80% MSCI World EUR-Hedged og 20% MSCI Nordic (DKK)
Afdelingsformue	26.578 t.kr.
Indre værdi	121.63 DKK
Cirkulerende mængde	218.510 stk.
Startdato	19-06-2009

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES MSCI NORTH AMERICA	15,4
Lyxor ETF MSCI Europe	13,8
DB X-Trackers MSCI Europe TR	13,6
CSETF ON MSCI USA	12,6
DB X-Trackers Emerg Market	11,0
Amundi ETF MS Nor	10,5
EASYETF S&P GSCI	5,0
Fortis Solution Global TAA	4,8
Ishares MSCI Japan	3,8
Parworld Track Emmkt BD-X	2,5

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

US aktier	27,96
Europæiske aktier	27,42
Nye aktiemarkeder	11,03
Nordiske aktier	10,50
Råvarer	4,95
Global Taktisk Allokering	4,82
Højrente obligationer	4,24
Japan Large Cap	3,80
Danske aktier	2,15
Øvrige og kontant	3,14
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

	(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteudgifter		1	1
2 Udbytter		303	473
<b>I alt renter og udbytter</b>		<b>302</b>	<b>472</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele		-1.603	5.636
Kursgevinster og -tab, valutakonti		-30	-145
Kursgevinster og -tab, valutaterminer		-398	-1.805
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver		1	-2
3 Handelsomkostninger		-16	-14
<b>I alt Kursgevinster og -tab</b>		<b>-2.046</b>	<b>3.670</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>-1.744</b>	<b>4.142</b>
4 Administrationsomkostninger		461	583
<b>Resultat før skat</b>		<b>-2.205</b>	<b>3.559</b>
5 Skat		0	13
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>-2.205</b>	<b>3.546</b>
<b>Overført til formuen</b>		<b>-2.205</b>	<b>3.546</b>

## Balance

	(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>			
6 Indestående i depotselskab		47	223
Inv.beviser i danske inv. foreninger		1.120	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger		25.818	37.758
<b>6 I alt kapitalandele</b>		<b>26.938</b>	<b>37.758</b>
Unoterede valutaterminforretninger		5	174
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>		<b>5</b>	<b>174</b>
Tilgodehavende renter, udbytte mm.		21	19
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>21</b>	<b>19</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>27.011</b>	<b>38.174</b>
<b>PASSIVER</b>			
7 Medlemmernes formue		26.578	38.136
Unoterede valutaterminforretninger		385	0
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>		<b>385</b>	<b>0</b>
Skyldige omkostninger		48	38
<b>I alt anden gæld</b>		<b>48</b>	<b>38</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>27.011</b>	<b>38.174</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises			

## Noter

	2011	2010
<b>1 Renter (1.000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	1	1
<b>I alt renter</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>2 Udbytter (1.000 kr.)</b>		
Inv.beviser i danske inv. foreninger	38	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	265	473
<b>I alt udbytter</b>	<b>303</b>	<b>473</b>
<b>3 Handelsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	35	36
Dækket af emis.- og indløn. indtægter	-19	-22
<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>16</b>	<b>14</b>
<b>4 Administrationsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
<i>Afdelingsdirekte</i>		
Revisionshonorar til revisorer	13	24
Andre honorarer til revisorer	0	1
Gebyrer til depotselskab	57	48
Markedsføringsomkostninger	152	201
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	108	135
Administrationsvederlag	92	119
Øvrige omkostninger	31	46
I alt afd.direkte administrationsomkostninger	453	574
<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
Honorar til bestyrelse	3	4
Revisionshonorar til revisorer	2	1
Andre honorarer til revisorer	0	0
Gebyrer til depotselskab	1	0
Øvrige omkostninger	2	4
I alt andel af fælles administrationsomk.	8	9
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>461</b>	<b>583</b>
<b>5 Skat (1.000 kr.)</b>		
Ikke refunderbar skat på udbytter	0	13
<b>I alt skat</b>	<b>0</b>	<b>13</b>

	2011	2010
<b>6 Finansielle instrumenter (%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,40%	98,96%
Øvrige finansielle instrumenter	1,60%	1,04%
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	28.849	38.136
Emissioner i året	200	226
Indløsninger i året	-7.198	-9.602
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		23
Overført fra resultatopgørelsen		-2.205
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>21.851</b>	<b>26.578</b>

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	43.977	53.291
Emissioner i året		
Indløsninger i året	-15.128	-18.764
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		63
Overført fra resultatopgørelsen		3.546
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>28.849</b>	<b>38.136</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

	2011	2010	2009*	2008	2007
<b>8 5 års oversigt</b>					
Netto resultat (1.000 kr.)	-2.205	3.545	8.950		
Formue (1.000 kr.)	26.578	38.136	53.291		
Cirkulerende andele (stk.)	218.510	288.493	439.774		
Indre værdi pr. andel	121,63	132,19	121,18		
Årets afkast i pct.	-7,99	9,09	21,18		
Årets benchmarkafkast i pct.	-7,19	8,61	19,75		
Omkostningspct.	1,50	1,47	0,79		
Omsætningshastighed	1,43	0,86	0,20		
Sharpe ratio**					
ÅOP	1,68	1,64	0,93		

\* Afdeling PensionPlanner 4's regnskabsperiode var 19.06.09 - 31.12.09

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 19.06.2009

Specifikation af valutaterminer (1.000 kr)	2011
<i>Unoterede valutaterminsforretninger- aktiver</i>	
USDEUR	5
<i>Unoterede valutaterminsforretninger- passiver</i>	
EURJPY	39
EURUSD	346

Specifikation af inv.foreningsbeviser (1.000 kr)	2011
<i>Danske inv.foreninger</i>	
ABI Lange Danske Obligationer	DK0015861496
ABI Danske Indeks	DK0060269074
<i>Udenlandske inv.foreninger</i>	
Amundi ETF MS Nor	FR001065573
BNP PA L1 Bond WO EM LCL	LU025128036
CSETF ON MSCI USA	IE00B52SFT0
DB X-TR II Eonia TR	LU029035849
DB X-Trackers Emerg Market	LU029210764
DB X-Trackers MSCI Europe TR	LU027420923
EASYETF FISE EPRA EUROZONE	LU019222306
EASYETF S&P GSCI	LU020324384
Fortis Solution Global TAA	LU039407400
ISHARES EURO COPORATE BOND	DE000251124
Ishares MSCI Japan	IE00B02KXH5
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	IE00B14X4M1
Lyxor ETF MSCI Europe	FR001026119
Parworld Track Emmkt BD-X	LU055047006

Afdelingen kan investere på markeder inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges eller af Federation of European Securities Exchanges (FE-SE). Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt (mere end 10 år) med en moderat risikoprofil gennem taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

#### Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret

#### Benchmark

18 % MSCI World EUR-hedged, 5 % MSCI NORDIC og 77 % EURO MTS GLOB Index level (DKK) NR.

#### Porteføljerådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Februar 2009

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko				Høj risiko		

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens typiske investor investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen. Frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker den typiske investor at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet og obligationsmarkedet
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer den såkaldte *allokeringsrisiko*. Afdelingens investeringer bygger på en taktisk aktivallokering, der afspejler afdelingens investeringshorisont og risikoprofil. Den taktiske aktivallokering vil normalt medføre både aktie- og obligationseksponering gennem investering i aktie- og obligationsfoku-

serede investeringsinstitutter. Nettoværdien af afdelingens formue vil derfor kunne falde som følge af negativ kursudvikling på såvel aktie- som obligationsmarkederne.

Desuden bærer afdelingen en geografisk risiko, fordi der investeres i aktier fra hele verden. Kursudviklingen på de internationale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som den internationale finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

Endelig er der risiko for, at afdelingen kan have investeret i enkeltmarkeder (særlig blandt de nye markeder), der af politiske, økonomiske, finansielle, valutariske, regulatoriske eller andre årsager udvikler sig negativt i forhold til det internationale aktiemarked i almindelighed.

#### Årets afkast og performance

Afdeling PensionPlanner 5 gav i 2011 et afkast på -0,57 %, mens benchmark gav et afkast på -0,80 %.

Såvel afdelingens afkast som benchmarkafkastet har således overrasket negativt i forhold til de senest offentliggjorte afkastforventninger for 2011 i intervallet 3-5 %.

#### Udviklingen i 2011

På grundlag af forholdsvis gode økonomiske udsigter ved årets begyndelse valgte afdelingen at overvægte aktieeksponeringen i forhold til benchmark. Overvægten blev dog neutraliseret i maj efter en revurdering af de globale makrokonjunkturer.

Stigende volatilitet i anden halvdel af 2011 gav anledning til flere justeringer af porteføljens aktieandel, men gennemgående var eksponeringen under benchmark, ikke midt i juli og august under de voldsomme globale aktiekursfald.

Vi prioriterede europæiske aktier højere end amerikanske aktier ved årets start, men skiftede gradvist til den modsatte prioritering af de to regioner takt med, at amerikanske aktier kunne fremvise stadig stærkere fundamentale nøgletal. Japanske aktier forblev neutralvægtede i hele perioden. Afdelingens performance i 2011 er først og fremmest drevet af disse overordnede aktiedispositioner.

Rentefølsomheden (varigheden) af afdelingens obligationsinvesteringer blev fastholdt på niveauet omkring benchmark i det meste af året. Vi valgte at overeksponere porteføljen i statsobligationer i udvalgte nye markeder gennem det meste af året.

### **Forventninger til 2012**

Afdelingen forventer et afkast i 2012 på 8-12 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmnes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici i afdelingens investeringsunivers er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA
- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorernes bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne.

Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	77% EURO MTS GLOB Index Level, 18% MSCI World EUR-Hedged og 5% MSCI Nordic (DKK)
Afdelingsformue	107.968 t.kr.
Indre værdi	114,32 DKK
Cirkulerende mængde	944.428 stk.
Startdato	19-06-2009

Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES EURO COPORATE BOND	18,3
ABI Lange Danske Obligationer	17,5
Ishares BC EU CR BD X Finan	16,8
Lyxor ETF Euromts Global	15,5
BNP PA L1 Bond WO EM LCL	5,9
DB X-Trackers Emerg Market	5,7
EASYETF S&P GSCI	5,2
Fortis Solution Global TAA	3,0
Amundi ETF MS Nor	2,7
Parworld Track Emmkt BD-X	2,6

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Højrente obligationer	43,49
Danske obligationer	17,49
Europæiske obligationer	15,52
Nye aktiemarkeder	5,68
Råvarer	5,22
Global Taktisk Allokering	3,00
Nordiske aktier	2,67
US aktier	2,39
Danske aktier	1,64
Øvrige og kontant	2,89
I alt	100,00

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteindtægter	0	2
Renteudgifter	7	0
2 Udbytter	2.835	2.387
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.828</b>	<b>2.389</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele	-1.319	10.588
Kursgevinster og -tab, valutakonti	-114	-466
Kursgevinster og -tab, valutaterminer	924	-3.227
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver	1	0
3 Handelsomkostninger	-117	-78
<b>I alt Kursgevinster og -tab</b>	<b>-625</b>	<b>6.817</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>2.203</b>	<b>9.206</b>
4 Administrationsomkostninger	1.272	1.893
<b>Resultat før skat</b>	<b>931</b>	<b>7.313</b>
5 Skat	0	17
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>931</b>	<b>7.296</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>931</b>	<b>7.296</b>

Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
6 Indestående i depotselskab	654	952
Inv.beviser i danske inv. foreninger	20.684	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	87.398	202.027
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>108.082</b>	<b>202.027</b>
Unoterede valutaterminsforretninger	8	330
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>8</b>	<b>330</b>
Tilgodehavende renter, udbytte mm.	6	14
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6</b>	<b>14</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>108.750</b>	<b>203.323</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	107.968	203.299
Unoterede valutaterminsforretninger	657	0
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>657</b>	<b>0</b>
Skyldige omkostninger	125	24
<b>I alt anden gæld</b>	<b>125</b>	<b>24</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>108.750</b>	<b>203.323</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

1	Renter (1.000 kr.)	2011	2010
	Renteindtægter depotselskab	0	2
	Renteudgifter depotselskab	7	0
	<b>I alt renter</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>

2	Udbytter (1.000 kr.)	2011	2010
	Inv.beviser i danske inv. foreninger	1.863	0
	Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	972	2387
	<b>I alt udbytter</b>	<b>2.835</b>	<b>2.387</b>

3	Handelsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
	Bruttohandelsomkostninger	270	179
	Dækket af emis.- og indløn. indtægter	-153	-101
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>117</b>	<b>78</b>

4	Administrationsomkostninger (1.000 kr.)	2011	2010
	<i>Afdelingsdirekte</i>		
	Revisionshonorar til revisorer	13	24
	Andre honorarer til revisorer	0	1
	Gebyrer til depotselskab	86	87
	Markedsføringsomkostninger	591	947
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	218	335
	Administrationsvederlag	291	412
	Øvrige omkostninger	32	45
	<b>I alt afd.direkte administrationsomkostninger</b>	<b>1.231</b>	<b>1.851</b>

#### Andel af fællesomkostninger

	Honorar til bestyrelse	16	16
	Revisionshonorar til revisorer	9	6
	Andre honorarer til revisorer	2	1
	Gebyrer til depotselskab	1	1
	Øvrige omkostninger	13	18
	<b>I alt andel af fælles administrationsomk.</b>	<b>41</b>	<b>42</b>

**I alt administrationsomkostninger** **1.272** **1.893**

5	Skat (1.000 kr.)	2011	2010
	Ikke refunderbar skat på udbytter	0	17
	<b>I alt skat</b>	<b>0</b>	<b>17</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

8	5 års oversigt	2011	2010	2009*	2008	2007
	Netto resultat (1.000 kr.)	931	7.296	22.202		
	Formue (1.000 kr.)	107.968	203.299	235.599		
	Cirkulerende andele (stk.)	944.428	1.768.181	2.123.113		
	Indre værdi pr. andel	114,32	114,98	110,97		
	Årets afkast i pct.	-0,57	3,61	10,97		
	Årets benchmarkafkast i pct.	-0,80	3,01	7,25		
	Omkostningspct.	0,87	0,92	0,55		
	Omsætningshastighed	2,40	0,91	0,20		
	Sharpe ratio**					
	ÅOP	1,07	1,07	0,68		

\* Afdeling PensionPlanner 5's regnskabsperiode var 19.06.09 - 31.12.09

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 19.06.2009

#### Specifikation af valutaterminer (1.000 kr.)

##### Unoterede valutaterminforretninger- aktiver

USDEUR 8

##### Unoterede valutaterminforretninger- passiver

EURJPY 14

EURUSD 643

#### Specifikation af inv.foreningsbeviser (1.000 kr.)

##### Danske inv.foreninger

ABI Lange Danske Obligationer DK0015861496 18.911

ABI Danske Indeks DK0060269074 1.773

##### Udenlandske inv.foreninger

Amundi ETF MS Nor FR001065573 2.891

BNP PA L1 Bond WO EM LCL LU025128036 6.317

DB X-TR II Eonia TR LU029035849 1.522

DB X-Trackers Emerg Market LU029210764 6.143

DB X-Trackers MSCI Europe TR LU027420923 1.235

EASYETF S&P GSCI LU020324384 5.637

Fortis Solution Global TAA LU039407400 3.246

Ishares BC EU CR BD X Finan DE000A0YEEEX 18.135

ISHARES EURO COPORATE BOND DE000251124 19.766

Ishares MSCI Japan IE00B02KXH5 358

ISHARES MSCI NORTH AMERICA IE00B14X4M1 2.576

Lyxor ETF Euromts Global FR001002886 16.780

Parworld Track Emmkt BD-X LU055047006 2.792

Afdelingen kan investere på markeder inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges eller af Federation of European Securities Exchanges (FE-SE). Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt (mere end 10 år) med en høj risiko-profil gennem taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

#### Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret

#### Benchmark

47 % MSCI World EUR-hedged, 12 % MSCI NORDIC og 41 % EURO MTS GLOB Index level (DKK) NR.

#### Porteføljerådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Februar 2009

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko				▼	Høj risiko	

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens typiske investor investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen. Frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker den typiske investor at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet og obligationsmarkedet
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer den såkaldte *allokeringsrisiko*. Afdelingens investeringer bygger på en taktisk aktivallokering, der afspejler afdelingens investeringshorisont og risikoprofil. Den taktiske aktivallokering vil normalt medføre både aktie- og obligationseksponering gennem investering i aktie- og obligationsfoku-

serede investeringsinstitutter. Nettoværdien af afdelingens formue vil derfor kunne falde som følge af negativ kursudvikling på såvel aktie- som obligationsmarkederne.

Desuden bærer afdelingen en geografisk risiko, fordi der investeres i aktier fra hele verden. Kursudviklingen på de internationale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som den internationale finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

Endelig er der risiko for, at afdelingen kan have investeret i enkeltmarkeder (særlig blandt de nye markeder), der af politiske, økonomiske, finansielle, valutariske, regulatoriske eller andre årsager udvikler sig negativt i forhold til det internationale aktiemarked i almindelighed.

#### Årets afkast og performance

Afdeling PensionPlanner 6 gav i 2011 et afkast på -3,82 %, mens benchmark gav et afkast på -3,62 %.

Såvel afdelingens afkast som benchmarkafkastet har således overrasket negativt i forhold til de senest offentliggjorte afkastforventninger for 2011 i intervallet 0-2 %.

#### Udviklingen i 2011

På grundlag af forholdsvis gode økonomiske udsigter ved årets begyndelse valgte afdelingen at overvægte aktieeksponeringen i forhold til benchmark. Overvægten blev dog neutraliseret i maj efter en revurdering af de globale makrokonjunkturer.

Stigende volatilitet i anden halvdel af 2011 gav anledning til flere justeringer af porteføljens aktieandel, men gennemgående var eksponeringen under benchmark, ikke midst i juli og august under de voldsomme globale aktiekursfald.



Vi prioriterede europæiske aktier højere end amerikanske aktier ved årets start, men skiftede gradvist til den modsatte prioritering af de to regioner takt med, at amerikanske aktier kunne fremvise stadig stærkere fundamentale nøgletal. Japanske aktier forblev neutralvægtede i hele perioden. Afdelingens performance i 2011 er først og fremmest drevet af disse overordnede aktiedispositioner.

Rentefølsomheden (varigheden) af afdelingens obligationsinvesteringer blev fastholdt på niveauet omkring benchmark i det mest af året. Vi valgte at overeksponere porteføljen i statsobligationer i udvalgte nye markeder gennem det meste af året.

### **Forventninger til 2012**

Afdelingen forventer et afkast i 2012 på 9-14 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmmes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici i afdelingens investeringsunivers er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA

- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorernes bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne.

Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	41% EURO MTS GLOB Index Level, 47% MSCI World EUR-Hedged og 12% MSCI Nordic (DKK)
Afdelingsformue	1.117.890 t.kr.
Indre værdi	120,01 DKK
Cirkulerende mængde	9.315.295 stk.
Startdato	19-06-2009

Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES EURO COPORATE BOND	15,2
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	10,6
DB X-Trackers MSCI Europe TR	9,3
DB X-Trackers Emerg Market	8,7
ABI Lange Danske Obligationer	8,0
Lyxor ETF MSCI Europe	7,5
Lyxor ETF Euromts Global	7,4
BNP PA L1 Bond WO EM LCL	6,6
Amundi ETF MS Nor	5,4
EASYETF S&P GSCI	5,1

Aktivfordeling i afdelingen (%)

Højrente obligationer	25,00
Europæiske aktier	16,79
US aktier	15,54
Nye aktiemarkeder	8,68
Europæiske obligationer	8,23
Danske obligationer	8,00
Nordiske aktier	5,40
Råvarer	5,07
Global Taktisk Allokering	3,96
Øvrige og kontant	3,34
I alt	100,00

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteindtægter	0	0
Renteudgifter	79	38
2 Udbytter	18.043	19.000
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>17.964</b>	<b>18.962</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele	-35.766	167.261
Kursgevinster og -tab, valutakonti	135	-7.642
Kursgevinster og -tab, valutaterminer	-4.108	-60.784
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver	26	-28
3 Handelsomkostninger	-1.042	-663
<b>I alt Kursgevinster og -tab</b>	<b>-40.755</b>	<b>98.144</b>
<b>I alt Indtægter</b>	<b>-22.791</b>	<b>117.106</b>
4 Administrationsomkostninger	12.542	15.641
<b>Resultat før skat</b>	<b>-35.333</b>	<b>101.465</b>
5 Skat	0	161
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-35.333</b>	<b>101.304</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>-35.333</b>	<b>101.304</b>

Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
6 Indestående i depotselskab	5.188	12.670
Inv.beviser i danske inv. foreninger	91.758	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	1.034.200	1.598.073
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>1.125.958</b>	<b>1.598.073</b>
Unoterede valutaterminsforretninger	249	5.747
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>249</b>	<b>5.747</b>
Tilgodehavende renter, udbytte mm.	585	677
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	240	3.881
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>825</b>	<b>4.558</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.132.220</b>	<b>1.621.048</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	1.117.890	1.614.297
Unoterede valutaterminsforretninger	13.168	0
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>13.168</b>	<b>0</b>
Skyldige omkostninger	1.162	780
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	5.971
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.162</b>	<b>6.751</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.132.220</b>	<b>1.621.048</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

	2011	2010
<b>1 Renter (1.000 kr.)</b>		
Renteindtægter depotselskab	0	0
Renteudgifter depotselskab	79	38
<b>I alt renter</b>	<b>-79</b>	<b>-38</b>
<b>2 Udbytter (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Inv.beviser i danske inv. foreninger	6.830	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	11.213	19.000
<b>I alt udbytter</b>	<b>18.043</b>	<b>19.000</b>
<b>3 Handelsomkostninger (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Bruttohandelsomkostninger	2.281	1.503
Dækket af emis.- og indløsn. indtægter	-1.239	-840
<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>1.042</b>	<b>663</b>
<b>4 Administrationsomkostninger (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<i>Afdelingsdirekte</i>		
Revisionshonorar til revisorer	13	24
Andre honorarer til revisorer	0	1
Gebyrer til depotselskab	295	337
Markedsføringsomkostninger	5.943	7.599
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	2.618	3.341
Administrationsvederlag	3.318	3.970
Øvrige omkostninger	31	41
I alt afd.direkte administrationsomkostninger	12.218	15.313
<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
Honorar til bestyrelse	128	121
Revisionshonorar til revisorer	75	46
Andre honorarer til revisorer	15	11
Gebyrer til depotselskab	1	9
Øvrige omkostninger	105	141
I alt andel af fælles administrationsomk.	324	328
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>12.542</b>	<b>15.641</b>
<b>5 Skat (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Ikke refunderbar skat på udbytter	0	161
<b>I alt skat</b>	<b>0</b>	<b>161</b>

	2011	2010
<b>6 Finansielle instrumenter (%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,37%	98,86%
Øvrige finansielle instrumenter	1,63%	1,14%
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	1.293.688	1.614.297
Emissioner i året	19.450	23.573
Indløsninger i året	-381.608	-485.868
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		1.221
Overført fra resultatopgørelsen		-35.333
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>931.530</b>	<b>1.117.890</b>

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	1.555.137	1.825.424
Emissioner i året	83.862	98.861
Indløsninger i året	-345.311	-413.032
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		1.740
Overført fra resultatopgørelsen		101.304
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.293.688</b>	<b>1.614.297</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

8 5 års oversigt	2011	2010	2009*	2008	2007
Netto resultat (1.000 kr.)	-32.333	101.305	260.810		
Formue (1.000 kr.)	1.117.890	1.614.297	1.825.424		
Cirkulerende andele (stk.)	9.315.295	12.936.879	15.551.373		
Indre værdi pr. andel	120,01	124,78	117,38		
Årets afkast i pct.	-3,82	6,30	17,38		
Årets benchmarkafkast i pct.	-3,62	5,84	12,99		
Omkostningspct.	0,94	0,99	0,56		
Omsætningshastighed	2,12	1,05	0,20		
Sharpe ratio**					
ÅOP	1,17	1,17	0,72		

\* Afdeling PensionPlanner 6's regnskabsperiode var 19.06.09 - 31.12.09

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 19.06.2009

### Specifikation af valutaterminer (1.000 kr.) 2011

Unoterede valutaterminforretninger- aktiver

USDEUR 249

Unoterede valutaterminforretninger- passiver

EURJPY 943

EURUSD 12.225

### Specifikation af inv.foreningsbeviser (1.000 kr.) 2011

Danske inv.foreninger

ABI Lange Danske Obligationer DK0015861496 89.556

ABI Danske Indeks DK0060269074 2.202

Udenlandske inv.foreninger

Amundi ETF MS Nor FR001065573 60.471

BNP L1 Bond Wld EME LU015906006 17.622

BNP PA L1 Bond WO EM LCL LU025128036 74.007

CSETF ON MSCI USA IE00B52SFT0 54.471

DB X-TR II Eonia TR LU029035849 17.678

DB X-Trackers Emerg Market LU029210764 97.137

DB X-Trackers MSCI Europe TR LU027420923 103.555

EASYETF S&P GSCI LU020324384 56.789

Fortis Solution Global TAA LU039407400 44.263

Ishares Ebrex Govgo 1,5-2,5 DE000628947 9.675

ISHARES EURO COPORATE BOND DE000251124 170.076

Ishares MSCI Japan IE00B02KX5 24.775

ISHARES MSCI NORTH AMERICA IE00B14X4M1 119.006

Lyxor ETF Euromts Global FR001002886 82.385

Lyxor ETF MSCI Europe FR001026119 84.282

Parworld Track Emmkt BD-X LU055047006 18.008

Afdelingen kan investere på markeder inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges eller af Federation of European Securities Exchanges (FE-SE). Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt (mere end 10 år) med en høj risiko-profil gennem taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

#### Instrumentprofil

Akkumulerende, børsnoteret

#### Benchmark

80 % MSCI World EUR-hedged og 20 % MSCI NORD-IC (DKK) NR.

#### Porteføljerrådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Februar 2009

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko						Høj risiko

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens typiske investor investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen. Frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker den typiske investor at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet og obligationsmarkedet
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer den såkaldte *allokeringsrisiko*. Afdelingens investeringer bygger på en taktisk aktivallokering, der afspejler afdelingens investeringshorisont og risikoprofil. Den taktiske aktivallokering vil normalt medføre både aktie- og obligationseksponering gennem investering i aktie- og obligationsfoku-

serede investeringsinstitutter. Nettoværdien af afdelingens formue vil derfor kunne falde som følge af negativ kursudvikling på såvel aktie- som obligationsmarkederne.

Desuden bærer afdelingen en geografisk risiko, fordi der investeres i aktier fra hele verden. Kursudviklingen på de internationale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som den internationale finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

Endelig er der risiko for, at afdelingen kan have investeret i enkeltmarkeder (særlig blandt de nye markeder), der af politiske, økonomiske, finansielle, valutariske, regulatoriske eller andre årsager udvikler sig negativt i forhold til det internationale aktiemarked i almindelighed.

#### Årets afkast og performance

Afdeling PensionPlanner 7 gav i 2011 et afkast på -7,74 %, mens benchmark gav et afkast på -7,19 %.

Såvel afdelingens afkast som benchmarkafkastet har således overrasket svagt negativt i forhold til de senest offentliggjorte afkastforventninger for 2011 i intervallet fra -3 % til -8 %.

#### Udviklingen i 2011

På grundlag af forholdsvis gode økonomiske udsigter ved årets begyndelse valgte afdelingen at overvægte aktieeksponeringen i forhold til benchmark. Overvægten blev dog neutraliseret i maj efter en revurdering af de globale makrokonjunkturer.

Stigende volatilitet i anden halvdel af 2011 gav anledning til flere justeringer af porteføljens aktieandel, men gennemgående var eksponeringen under benchmark, ikke midt i juli og august under de voldsomme globale aktiekursfald.

Vi prioriterede europæiske aktier højere end amerikanske aktier ved årets start, men skiftede gradvist til den modsatte prioritering af de to regioner takt med, at amerikanske aktier kunne fremvise stadig stærkere fundamentale nøgletal. Japanske aktier forblev neutralvægtede hele året.

### **Forventninger til 2012**

Afdelingen forventer et afkast i 2012 på 10-15 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmmes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici i afdelingens investeringsunivers er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA
- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorernes bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	80% MSCI World EUR-Hedged og 20% MSCI Nordic (DKK)
Afdelingsformue	227.136 t.kr.
Indre værdi	122.55 DKK
Cirkulerende mængde	1.853.360 stk.
Startdato	19-06-2009

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES MSCI NORTH AMERICA	17,3
CSETF ON MSCI USA	14,8
Lyxor ETF MSCI Europe	11,9
DB X-Trackers MSCI Europe TR	11,9
DB X-Trackers Emerg Market	11,0
Amundi ETF MS Nor	10,8
Ishares MSCI Japan	5,2
EASYETF S&P GSCI	5,0
Fortis Solution Global TAA	4,9
Ishares MSCI Emerging Mkts	3,7

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

US aktier	32,12
Europæiske aktier	23,80
Nye aktiemarkeder	14,65
Nordiske aktier	10,83
Japan Large Cap	5,27
Råvarer	5,04
Global Taktisk Allokering	4,91
Ejendomme	2,66
Danske aktier	0,95
Øvrige og kontant	-0,23
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteudgifter	16	8
2 Udbytter	2.379	3.593
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.363</b>	<b>3.585</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele	-13.769	45.808
Kursgevinster og -tab, valutakonti	-221	-1.508
Kursgevinster og -tab, valutaterminer	-2.961	-14.470
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver	15	-15
3 Handelsomkostninger	-135	-111
<b>I alt Kursgevinster og -tab</b>	<b>-17.071</b>	<b>29.704</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-14.708</b>	<b>33.289</b>
4 Administrationsomkostninger	3.066	3.672
<b>Resultat før skat</b>	<b>-17.774</b>	<b>29.617</b>
5 Skat	0	86
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-17.774</b>	<b>29.531</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>-17.774</b>	<b>29.531</b>

## Balance

(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>		
6 Indestående i depotselskab	529	1.516
Inv.beviser i danske inv. foreninger	2.166	0
Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	228.149	314.183
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>230.315</b>	<b>314.183</b>
Unoterede valutaterminforretninger	21	1.402
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>21</b>	<b>1.402</b>
Tilgodehavende renter, udbytte mm.	228	140
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>228</b>	<b>140</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>231.093</b>	<b>317.241</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	227.136	316.946
Unoterede valutaterminforretninger	3.689	0
<b>6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>3.689</b>	<b>0</b>
Skyldige omkostninger	268	295
<b>I alt anden gæld</b>	<b>268</b>	<b>295</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>231.093</b>	<b>317.241</b>
8 Noter, hvortil der ikke henvises		

## Noter

<b>1</b>	<b>Renter (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	Renteudgifter depotselskab	16	8
	<b>I alt renter</b>	<b>16</b>	<b>-8</b>
<b>2</b>	<b>Udbytter (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	Inv.beviser i udenlandske inv. foreninger	2379	3.593
	<b>I alt udbytter</b>	<b>2.379</b>	<b>3.593</b>
<b>3</b>	<b>Handelsomkostninger (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	Bruttohandelsomkostninger	303	265
	Dækket af emis.- og indløsn. indtægter	-168	-154
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>135</b>	<b>111</b>
<b>4</b>	<b>Administrationsomkostninger (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	<i>Afdelingsdirekte</i>		
	Revisionshonorar til revisorer	13	24
	Andre honorarer til revisorer	0	1
	Gebyrer til depotselskab	92	95
	Markedsføringsomkostninger	1.323	1.599
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	746	897
	Administrationsvederlæg	791	943
	Øvrige omkostninger	31	44
	I alt afd.direkte administrationsomkostninger	2.996	3.603
	<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
	Honorar til bestyrelse	25	25
	Revisionshonorar til revisorer	15	10
	Andre honorarer til revisorer	3	2
	Gebyrer til depotselskab	1	2
	Øvrige omkostninger	26	30
	I alt andel af fælles administrationsomk.	70	69
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.066</b>	<b>3.672</b>
<b>5</b>	<b>Skat (1.000 kr.)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	Ikke refunderbar skat på udbytter	0	86
	<b>I alt skat</b>	<b>0</b>	<b>86</b>

<b>6</b>	<b>Finansielle instrumenter (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	Børsnoterede finansielle instrumenter	98,19%	99,08%
	Øvrige finansielle instrumenter	1,81%	0,92%
	<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	238.601	316.946
Emissioner i året	5.400	6.297
Indløsninger i året	-58.665	-78.592
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		259
Overført fra resultatopgørelsen		-17.774
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>185.336</b>	<b>227.136</b>

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>7 Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	311.189	377.972
Emissioner i året	11.400	13.791
Indløsninger i året	-83.988	-104.790
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		442
Overført fra resultatopgørelsen		29.531
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>238.601</b>	<b>316.946</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

<b>8</b>	<b>5 års oversigt</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009*</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
	Netto resultat (1.000 kr.)	-17.774	29.531	64.773		
	Formue (1.000 kr.)	227.136	316.946	377.972		
	Cirkulerende andele (stk.)	1.853.360	2.386.013	3.111.887		
	Indre værdi pr. andel	122,55	132,83	121,46		
	Årets afkast i pct.	-7,74	9,36	21,46		
	Årets benchmarkafkast i pct.	-7,19	8,61	19,75		
	Omkostningspct.	1,16	1,17	0,65		
	Omsætningshastighed	1,38	0,85	0,20		
	Sharpe ratio**					
	ÅOP	1,36	1,35	0,80		

\* Afdeling PensionPlanner 7's regnskabsperiode var 19.06.09 - 31.12.09

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 19.06.2009

<b>Specifikation af valutaterminer (1.000 kr)</b>	<b>2011</b>
<i>Unoterede valutaterminsforretninger- aktiver</i>	
USDEUR	21
<i>Unoterede valutaterminsforretninger- passiver</i>	
EURJPY	453
EURUSD	3.236

<b>Specifikation af inv.foreningsbeviser (1.000 kr)</b>	<b>2011</b>
<i>Danske inv.foreninger</i>	
ABI Lange Danske Obligationer	DK0015861496
2.166	
<i>Udenlandske inv.foreninger</i>	
Amundi ETF MS Nor	FR001065573
24.626	
CSETF ON MSCI USA	IE00B52SFT0
33.510	
DB X-TR II Eonia TR	LU029035849
2.621	
DB X-Trackers Emerg Market	LU029210764
24.885	
DB X-Trackers MSCI Europe TR	LU027420923
26.993	
EASYETF FISE EPRA EUROZONE	LU019222306
6.044	
EASYETF S&P GSCI	LU020324384
11.459	
Fortis Solution Global TAA	LU039407400
11.164	
Ishares MSCI Emerging Mkts	IE00B0M6317
8.422	
Ishares MSCI Japan	IE00B02KXH5
11.900	
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	IE00B14X4M1
39.387	
Lyxor ETF MSCI Europe	FR001026119
27.138	

Afdeling Rusland investerer i depotbeviser (ADRs og GDRs) på børsnoterede russiske aktier. Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark.

#### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret

#### Benchmark

80 % MSCI World EUR-hedged og 20 % MSCI NORD-IC (DKK) NR.

#### Porteføljerådgiver

TKB BNP Paribas Investment Partners, LLC

#### Eablering

Oktober 1997

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko						Høj risiko

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingens typiske investor investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen. Frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker den typiske investor at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje. Den typiske investor er opmærksom på, at afdelingernes investeringer omfatter aktier med høj risiko

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudsving på aktiemarkedet
- Landerisiko (Rusland)
- Selskabsspecifikke forhold

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

Hertil kommer en række særlige strukturelle risici i Rusland. De politiske forhold i Rusland er karakteriseret ved betydelig usikkerhed og manglende stabilitet. Som en del af Sovjetunionen var Rusland indtil for godt 20 år siden en centralt styret økonomi. Efter Sovjetunionens sammenbrud har den russiske regering gennemført omfattende økonomiske reformer og stabiliserings tiltag. Disse reformer har blandt an-

det sikret en frigørelse af prisdannelsen fra regeringskontrol på en lang række områder, herunder en reduktion af udgifterne til forsvaret og tilskuddene til statsejede virksomheder, privatisering af de fleste statsvirksomheder samt indtil flere skattereformer.

De politiske og økonomiske omvæltninger har medført, at der er en stor risiko for konkurser, massearbejdsløshed og sammenbrud i visse dele af den russiske økonomi. Endvidere mangler der politisk enighed om målet for - samt hastigheden og indholdet af - det økonomiske reformarbejde. Ingen kan garantere, at det økonomiske reformarbejde fortsætter og at Rusland vil fastholde målsætningen om tættere international økonomisk integration. Der er heller ikke nogen garanti for, at investeringerne i infrastruktur m.v. fortsætter, og at Ruslands økonomiske situation forbedres.

Ethvert af disse forhold udgør en potentiel risiko for afdeling Ruslands formue og investeringsvirksomhed. Virksomhedernes og statens gældsbyrde vil også kunne give alvorlige komplikationer. Gældstyngede virksomheder har i visse tilfælde indstillet eller udsendt afdrag på og forrentning af gælden, ligesom flere virksomheder har suspenderet udbetalingen af løn i kortere eller længere perioder.

Hertil kommer risikoen for politiske omvæltninger, der kan resultere i f.eks. myndighedsindgreb mod udenlandske investorer, nationaliseringer, samfundsøkonomiske katastrofer eller væbnede konflikter.

Kravene til rapportering på det russiske aktiemarked befinder sig endnu ikke på et niveau, der kan sidestilles med veletablerede aktiemarkeder, blandt andet fordi kravene til regnskabsaflæggelse og revision i Rusland adskiller sig fra internationalt accepterede normer. Opgørelsen af den regnskabsmæssige formue og det regnskabsmæssige resultat afspejler ikke selskabernes finansielle stilling og lønsomhed i en grad, som kan opfylde internationale krav til regnskabsaflæggelse. Regnskabspraksis i Rusland udvikler sig imidlertid frem imod internationale standarder. Således udarbejder en stadig stigende del af de større russiske selskaber, som handles i depotbeviser, regnskaber i overensstemmelse med internationale standarder.

Endvidere skal investor være opmærksom på, at afdelingen investerer i depotbeviser, herunder ADRs,



på russiske aktier. Disse depotbeviser er i overvejende grad denomineret i USD. I det omfang afdelingens investeringer ikke er valutaafdækkede i forhold til danske kroner, vil nettoværdien af afdelingens formue blive påvirket af valutakursbevægelser.

### Årets afkast og performance

Afdeling Rusland gav i 2011 et afkast på -25,96 %, mens benchmark gav et afkast på -21,31 %.

Såvel afdelingens afkast som benchmarkafkastet har således overrasket negativt i forhold til de senest offentliggjorte afkastforventninger for 2011 i intervallet fra -15 % til -20 %.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 13,00 kr. pr. andel.

### Udviklingen i 2011

Udviklingen på det russiske aktiemarked i 2011 fulgte kursudviklingen på verdens øvrige markeder, der alle blev hårdt ramt efter Standard & Poor's nedgradering af USA's statsgæld og de efterfølgende nedgraderinger af europæisk gæld.

I reaktion på denne udvikling øgede afdeling Rusland sine positioner i defensive aktier med højt forventet udbytte og solide nøgletal til fordel for en række cykliske aktier. Denne omlægning bidrog betydeligt til afdelingens *performance* i andet halvår. Det mest positive afkastbidrag kom fra Surgutneftegaz præferenceaktier. Vi forventer, at selskabet vil realisere et *dividend yield* på over 12 %. Hertil kommer, at selskabet råder over en finansiell beholdning på 29 mia. USD, hvilket næsten modsvarer selskabets samlede børsværdi.

Den største negative bidragyder til afdelingens merafkast i forhold til benchmark var undervægten i Norilsk Nickel, hvor vi fejlvurderede kurseffekten af en konflikt mellem de største aktionærer i selskabet.

Energisektoren leverede også et stort negativt afkastbidrag. Afdeling Rusland havde nemlig siden årets begyndelse undervægtet denne sektor på grund af svage vækstudsigter. Men de russiske energiaktier fik betydelig glæde af olieprisen der skød voldsomt i vejret i årets løb som følge af urolighederne i Mellemøsten og Nordafrika.

### Forventninger til 2012

Vi forudser, at 2012 bliver et volatilt år for russiske aktier, der i vores investeringsplaner antages at give et afkast på 10-15 %.

Dette scenario forudsætter 1) at den vanskelige Europæiske økonomiske situation ikke forværres, 2) at det lykkes at lægge en troværdig plan for restruktureringen af Grækenlands gæld, 3) at den ventede opbremsning i Kinas økonomi kan ske på en kontrolleret måde, og 4) at oliepriserne stabiliserer sig omkring 100-110 USD per tønde (Brent).

### Særlige risici i 2012

Russiske aktier er fundamentalt stærke, men en opblussen af investorernes fokus på de europæiske og amerikanske gældsproblemer og/eller et nyt globalt konjunkturtilbageslag vil alligevel kunne ramme det russiske marked.

De mest udsatte sektorer vil være procykliske selskaber, konsum, ejendom og råvarer. For at begrænse afdelingen eksponering i dette risikoscenario vil vi fastholde det strategiske fokus på defensive aktier med højt forventet udbytte og solide nøgletal til fordel for de mere konjunkturfølsomme sektorer og selskaber.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	MSCI Russia 10/40 Net (DKK)
Afdelingsformue	404.826 t.kr.
Indre værdi	108,49 DKK
Cirkulerende mængde	3.731.459 stk.
Startdato	09-12-1997
Seneste udbytte	13,00 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)	Afdeling	Benchmark
Afkast (% p.a.)	-3,82	-3,78
Standardafvigelse (% p.a.)	33,83	37,18
Sharpe-Ratio	-0,19	-0,17

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Surgutneftegaz Pref ADR	10,0
Gazprom Oao ADR	8,6
Lukoil Spons. ADR	6,3
Mobile Telesystems ADR	5,4
Highland Gold Mining Ltd	5,1
Ros Agro Plc	4,6
Sberbank-sponsored ADR	4,4
AFK Sistema-reg GDR	4,3
Novatek GDR	4,0
X 5 Retail Group NV	4,0

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Energj	39,94
Materialer	15,02
Konsumentvarer	9,83
Telekommunikation	9,68
Finans	8,24
Industri	3,08
Informationsteknologi	2,51
Forsyning	1,51
Øvrige incl. kontant	10,19
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

	(1.000 kr.)	2011	2010
1 Renteudgifter		0	2
2 Udbytter		12.686	7.316
<b>I alt renter og udbytter</b>		<b>12.686</b>	<b>7.314</b>
Kursgevinster og -tab, kapitalandele		-151.603	169.023
Kursgevinster og -tab, øvrige aktiver/passiver		21	-29
3 Handelsomkostninger		-798	-1.125
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>-152.380</b>	<b>167.869</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>-139.694</b>	<b>175.183</b>
4 Administrationsomkostninger		13.435	13.608
<b>Resultat før skat</b>		<b>-153.129</b>	<b>161.575</b>
5 Skat		2.380	1.312
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>-155.509</b>	<b>160.263</b>
Udlodningsregulering		-6.226	-7.932
Overført fra sidste år		331	0
<b>I alt formuebevægelser</b>		<b>-5.895</b>	<b>-7.932</b>
<b>Til disposition</b>		<b>-161.404</b>	<b>152.331</b>
6 Til rådighed for udlodning		48.845	35.936
Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres		0	2
Udlodning vedrørende cirkulerende beviser		48.509	35.605
Overført til udlodning næste år		336	331
<b>Overført til formuen</b>		<b>-210.249</b>	<b>116.395</b>

## Balance

	(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>			
7 Indestående i depotselskab		41.858	19.408
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		363.568	511.233
Unoterede aktier fra udenlandske selskaber		0	1.862
<b>I alt kapitalandele</b>		<b>363.568</b>	<b>513.095</b>
Tilgodehavende renter, udbytte, mm.		95	365
Mellemværende vedrørende handelsafvikling		19.400	8.380
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>19.495</b>	<b>8.745</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>424.921</b>	<b>541.248</b>
<b>PASSIVER</b>			
8 Medlemmernes formue		404.826	532.243
Skyldige omkostninger		1.308	1.511
Mellemværende vedrørende handelsafvikling		18.787	7.494
<b>I alt anden gæld</b>		<b>20.095</b>	<b>9.005</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>424.921</b>	<b>541.248</b>
9 Noter. hvortil der ikke henvises			

## Noter

	2011	2010
<b>1 Renter (1.000 kr.)</b>		
Renteudgifter depotselskab	0	2
<b>I alt renter</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>
<b>2 Udbytter (1.000 kr.)</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.641	7.195
Unoterede aktier fra udenlandske selskaber	45	121
<b>I alt udbytter</b>	<b>12.686</b>	<b>7.316</b>
<b>3 Handelsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
Bruttohandelsomkostninger	2.494	3.820
Dækket af emis.- og indløsn. indtægter	-1.696	-2.695
<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>798</b>	<b>1.125</b>
<b>4 Administrationsomkostninger (1.000 kr.)</b>		
<i>Afdelingsdirekte</i>		
Revisionshonorar til revisorer	13	24
Andre honorarer til revisorer	0	9
Gebyrer til depotselskab	855	1.089
Markedsføringsomkostninger	6.643	6.958
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	3.602	3.772
Administrationsvederlag	2.162	1.607
Øvrige omkostninger	37	47
I alt afd.dir. direkte administrationsomkostninger	13.312	13.506
<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
Honorar til bestyrelse	49	33
Revisionshonorar til revisorer	29	15
Andre honorarer til revisorer	6	4
Gebyrer til depotselskab	0	3
Øvrige omkostninger	39	47
I alt andel af fælles administrationsomk.	123	102
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>13.435</b>	<b>13.608</b>
<b>5 Skat (1.000 kr.)</b>		
Ikke refunderbar skat på udbytter	2.380	1.312
<b>I alt skat</b>	<b>2.380</b>	<b>1.312</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning (1.000 kr.)</b>		
Renter og udbytter	12.686	7.314
Ikke refunderbar udbytteskat	-2.380	-1.312
Kursgevinst til udlodning	57.869	51.472
Adm.omkostninger til modregning i udlodning	-13.435	-13.608
Udlodningsregul. ved emission/indløsning	-6.226	-7.932
Udlodning overført fra sidste år	331	0
Negativt rådighedsbeløb	0	2
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>48.845</b>	<b>35.936</b>

	2011	2010
<b>7 Finansielle instrumenter (%)</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,68%	96,01%
Fin. instr. noteret på et andet reguleret marked	0,00%	0,35%
Øvrige finansielle instrumenter	10,32%	3,64%
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

	Cirk. beviser	Formue-værdi
<b>8 Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	339.096	532.243
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		-35.605
Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		-5.953
Emissioner i året	77.700	121.588
Indløsninger i året	-43.650	-51.938
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		6.226
Overført til udlodning fra sidste år		-331
Overført til udlodning næste år		336
Foreslået udlodning		48.509
Overført fra resultatopgørelsen		-210.249
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>373.146</b>	<b>404.826</b>
<b>8 Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)</b>		
Medlemmernes formue (primo)	422.451	478.673
Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		
Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		
Emissioner i året	53.760	72.984
Indløsninger i året	-137.115	-179.677
Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		7.932
Overført til udlodning fra sidste år		0
Overført til udlodning næste år		331
Foreslået udlodning		35.605
Overført fra resultatopgørelsen		116.395
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>339.096</b>	<b>532.243</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

9 5 års oversigt	2011	2010	2009	2008	2007
Netto resultat (1.000 kr.)	-155.509	160.262	251.038	-504.384	133.770
Formue inkl. udlodning (1.000 kr.)	404.826	532.243	478.673	225.829	856.323
Cirkulerende andele (stk.)	3.731.459	3.390.962	4.224.508	4.249.408	3.925.283
Indre værdi pr. andel	108,49	156,96	113,31	53,14	218,16
Udlodning pr. andel	13,00	10,50	0,00	0,00	44,00
Årets afkast i pct.	-25,96	38,52	113,23	-68,06	18,76
Årets benchmarkafkast i pct.	-21,31	37,79	142,80	-70,71	6,95
Omkostningspct.	2,63	2,54	2,52	2,49	2,40
Omsætningshastighed	0,86	0,34	0,73	0,87	0,34
Sharpe ratio	-0,19	0,25	0,38	-0,11	1,37
ÅOP	3,29	3,25	4,06	4,12	3,00
Tab på aktier til fremførsel (1.000 kr.)	0	0	0	44.307	0

### Skattebehandling af udbytter 2011

Personer	Udbytte (kr. per andel)	Kapitalindkomst (kr. per andel)	Aktieindkomst (kr. per andel)	Skattefri indkomst (kr. per andel)	Pensionskattepligtig (pct.)
	13,00	0,00	13,00	0,00	100,00
Selskaber	Selskabsindkomst medtages med 100% (kr. per andel)	Udbytte medtages med 66% (kr. per andel)			
	10,92	2,08			

Afdeling Sektorallokering Danmark investerer i danske aktier. Udgangspunktet for investeringerne er foreningens analyse af den makroøkonomiske udvikling, som ligger til grund for løbende vurderinger af erhvervssektorernes fremtidige indtjeningspotentiale og dermed for afdelingens sektoreksponering.

#### Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret

#### Benchmark

OMX Copenhagen Benchmark Cap GI

#### Porteføljegrådgiver

Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S

#### Etablering

Marts 2011

Afdelingen fusionerede den 3. oktober 2011 med afdeling Danske Aktier. Denne fusion er nærmere beskrevet på side 5.

#### Risikoklassifikation

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Lav risiko

Høj risiko

#### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici:

- Kursudviklingen på aktiemarkedene
- Selskabsspecifikke forhold
- Landerisiko (Danmark)

Disse risici er nærmere omtalt i det foranstående afsnittet *Generelle Risikofaktorer* i denne årsrapport.

#### Årets afkast og performance

Afdeling Sektorallokering Danmark realiserede i 2011 (siden etableringen i marts) et afkast på -21,28 %, mens benchmark gav et afkast på -20,20 %.

#### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 3,75 kr. pr. andel.

#### Udviklingen i 2011

2011 var et dårligt aktieår, også for danske aktier, der tabte næsten 20%. Afkastene var spredt over et bredt felt; en række defensive aktier formåede at afslutte året med positivt resultat, hvorimod de cykliske aktier gav store tab. Eksempelvis tabte FLSmidth mere end 35% mens Novo Nordisk præsterede at stige knap 7%.

Første halvår var præget af de ulykkelige begivenheder i Japan, hvor jordskælvet og den efterfølgende strålingstrussel også havde afsmitning til Danmark. Siden tiltrak gældskrisen i Grækenland opmærksomheden nogenlunde samtidig med, at den amerikanske centralbank sænkede sine estimater for den økonomiske vækst i USA for både 2011 og 2012.

Afdelingen vurderede de fundamentale udsigter for markedet relativt positivt og havde en lille overvægt af cykliske selskaber i porteføljen. Det kostede afkast relativt til benchmark. Vi tabte på vores overvægt i FLSmidth, der trods et godt ordreinflaw i 2011 havde det svært i et meget defensivt præget marked.

Omvendt havde vi glæde af et positivt signal fra vores forsikringseksponering, der med en overvægt på 1,5% i TRYG bidrog pænt til performance. Blandt de mindre selskaber bidrog investeringen i Satair, stærk virksomhed og en interessant opkøbscase, godt til afkastet. I august blev Satair opkøbt af Boeing til en præmie på 25%, hvilket selvsagt gav gode afdelingens performance.

#### Forventninger til 2012

Vi forventer et afkast på danske aktier i 2012 på 10-15 %, først og fremmest drevet af den vedholdende stærke vækst på de nye markeder samt en forventning om, at den europæiske gældskrise kan inddæmmes.

Markedets kursvolatilitet forventes dog at forblive høj, på grund af stor usikkerhed om, hvor stærke vækstbidrag, disse to faktorer til syvende og sidst kan levere.

Foreningen forventer, at afdeling Sektorallokering Danmark vil levere et afkast meget tæt på benchmark.

### **Særlige risici i 2012**

De tre største risici for det danske aktiemarked i 2012 er:

- 1) en fortsættelse af euro-krisen
- 2) finanspolitiske stramninger i USA
- 3) en hård landing for den kinesiske økonomi som følge af nedsmeltning af det overophedede kinesiske boligmarked.

Enhver af disse tre risikofaktorer vil kunne bidrage med yderligere volatilitet i markedet og udløse betydelige kursfald.

Specielt Italien, Europas tredjestørste økonomi der har et enormt refinansieringsbehov i 2012, har investorerens bevågenhed. Her synes at være behov for, at ECB, IMF og EFSF involverer sig yderligere. Hvordan det vil ske, er dog endnu ikke afklaret.

Samtidig står den europæiske banksektor foran store, men nødvendige balancereduktioner, en proces som alt andet lige ikke gavner den store opgave, det er at bevare en sund likviditet i bankmarkedet med fleksible finansieringsmuligheder for virksomhederne.

## Nøgletal pr. 31.12.11

Benchmark	OMXCCAP
Afdelingsformue	90.987 t.kr.
Indre værdi	78,72 DKK
Cirkulerende mængde	1.155.865 stk.
Startdato	07-03-2011
Seneste udbytte	3,75 DKK/andel

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder.

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Novo Nordisk B (107.4872m)	9,9
Carlsberg B	8,7
Danske Bank	6,2
Coloplast B (18m)	5,0
A.P. Møller - Mærsk A	4,8
TDC A/S	4,8
TrygVesta	4,6
FLS Industries B.	4,6
A.P. Møller - Mærsk B	4,3
Nordea - stk 0,39632 EUR	4,2

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Industri	27,76
Medicinal	24,73
Finans	23,14
Konsumtvarer	10,07
Materialer	5,81
Telekommunikation	4,75
Forbrugsgoder	2,24
Informationsteknologi	1,21
Energj	0,17
Øvrige incl. kontant	0,12
I alt	100,00

## Resultatopgørelse

	(1.000 kr.)	2011*	2010
1 Udbytter		1.855	
<b>I alt renter og udbytter</b>		<b>1.855</b>	
Kursgevinster og -tab, kapitalandele		-27.104	
2 Handelsomkostninger		-36	
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>-27.140</b>	
<b>I alt indtægter</b>		<b>-25.285</b>	
3 Administrationsomkostninger		1.856	
<b>Resultat før skat</b>		<b>-27.141</b>	
4 Skat		22	
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>-27.163</b>	
Udlodningsregulering		1.938	
<b>I alt formuebevægelser</b>		<b>1.938</b>	
<b>Til disposition</b>		<b>-25.225</b>	
5 Til rådighed for udlodning		4.396	
Udlodning vedrørende cirkulerende beviser		4.334	
Overført til udlodning næste år		62	
<b>Overført til formuen</b>		<b>-29.621</b>	

## Balance

	(1.000 kr.)	2011	2010
<b>AKTIVER</b>			
6 Indestående i depotselskab		191	
Noterede aktier fra danske selskaber		85.234	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		5.602	
<b>I alt kapitalandele</b>		<b>90.836</b>	
Aktuelle skatteaktiver		102	
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>102</b>	
<b>Aktiver i alt</b>		<b>91.129</b>	
<b>PASSIVER</b>			
7 Medlemmernes formue		90.987	
Skyldige omkostninger		142	
<b>I alt anden gæld</b>		<b>142</b>	
<b>Passiver i alt</b>		<b>91.129</b>	
8 Noter, hvortil der ikke henvises			

\* Afdeling Sektorallokering Danmark's regnskabsperiode var 07.03.11 - 31.12.11

## Noter

1	Udbytter (1.000 kr.)	2011*	2010
	Noterede aktier fra danske selskaber	1.677	
	Noterede fra udenlandske selskaber	178	
	<b>I alt udbytter</b>	<b>1.855</b>	
2	Handelsomkostninger (1.000 kr.)	2011*	2010
	Bruttohandelsomkostninger	394	
	Dækket af emis.- og indløn. indtægter	-358	
	<b>Handelsomk. ved løbende drift</b>	<b>36</b>	
3	Administrationsomkostninger (1.000 kr.)	2011*	2010
	<i>Afdelingsdirekte</i>		
	Revisionshonorar til revisorer	13	
	Andre honorarer til revisorer	31	
	Gebyrer til depotselskab	140	
	Markedsføringsomkostninger	711	
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	428	
	Administrationsvederlag	395	
	Øvrige omkostninger	106	
	I alt afd.direkte administrationsomkostninger	1.824	
	<i>Andel af fællesomkostninger</i>		
	Honorar til bestyrelse	12	
	Revisionshonorar til revisorer	6	
	Andre honorarer til revisorer	1	
	Gebyrer til depotselskab	4	
	Øvrige omkostninger	9	
	I alt andel af fælles administrationsomk.	32	
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>1.856</b>	
4	Skat (1.000 kr.)	2011*	2010
	Ikke refunderbar skat på udbytter	22	
	<b>I alt skat</b>	<b>22</b>	
5	Til rådighed for udlodning (1.000 kr.)	2011*	2010
	Renter og udbytter	1.855	
	Ikke refunderbar udbytteskat	-123	
	Kursgevinst til udlodning	2.582	
	Adm.omkostninger til modregning i udlodning	-1.856	
	Udlodningsregul. ved emission/indløsning	1.938	
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>4.396</b>	

6	Finansielle instrumenter (%)	2011*	2010
	Børsnoterede finansielle instrumenter	99,79%	
	Øvrige finansielle instrumenter	0,21%	
	<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,00%</b>	

Værdipapirspecifikation kan rekvireres ved henvendelse til Alfred Berg Administration A/S

7	Medlemmernes formue 2011 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)	0	0
	Indfusioneret	78.925	79.668
	Emissioner i året	115.359	116.717
	Indløsninger i året	-78.697	-78.272
	Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		37
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		-1.938
	Overført til udlodning næste år		62
	Foreslået udlodning		4.334
	Overført fra resultatopgørelsen		-29.621
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>115.587</b>	<b>90.987</b>
7	Medlemmernes formue 2010 (1.000 kr.)	Cirk. beviser	Formue-værdi
	Medlemmernes formue (primo)		
	Udlodning fra sidste år vedr. cirk. beviser 31.12		
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		
	Indfusioneret		
	Emissioner i året		
	Indløsninger i året		
	Nettoemissionstillæg og nettoindl. fradrag		
	Reg. af udlodning ved emissioner og indl.		
	Overført til udlodning fra sidste år		
	Overført til udlodning næste år		
	Foreslået udlodning		
	Overført fra resultatopgørelsen		
	<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## Noter, hvortil der ikke henvises

8	5 års oversigt	2011*	2010	2009	2008	2007
	Netto resultat (1.000 kr.)	-27.163				
	Formue inkl. udlodning (1.000 kr.)	90.987				
	Cirkulerende andele (stk.)	1.155.865				
	Indre værdi pr. andel	78,72				
	Udlodning pr. andel	3,75				
	Årets afkast i pct.	-21,28				
	Årets benchmarkafkast i pct.	-20,20				
	Omkostningspct.	1,68				
	Omsætningshastighed	0,20				
	Sharpe ratio **					
	ÅOP	1,97				
	Tab på aktier til fremførsel (1.000 kr.)	0				

### Skattebehandling af udbytter 2011

Personer	Udbytte (kr. per andel)	Kapitalindkomst (kr. per andel)	Aktieindkomst (kr. per andel)	Skattefri indkomst (kr. per andel)	Pensionsskattepligtig (pct.)
	3,75	0,00	3,75	0,00	100,00
Selskaber	Selskabsindkomst medtages med 100% (kr. per andel)	Udbytte medtages med 66% (kr. per andel)			
	2,73	1,02			

### Note om ophørt afdeling

Periodeopgørelse 1.1.2011 - 30.9.2011  
(1.000 kr.)

Danske  
Aktier

Renter og udbytter	1.041
Kursgevinster og -tab	-18.594
Handelsomkostninger	11
Administrationsomkostninger	986
Skat	13
<b>Periodens nettoresultat</b>	<b>-18.563</b>
Medlemmernes formue (primo)	79.668
Udbetalt udbytte i perioden	0
Emissioner i perioden	64.974
Indløsninger i perioden	-76.371
Netto emis.tillæg og indl.fradrag	58
<b>Formue på fusionsdato</b>	<b>49.766</b>
De overtagne aktiver var sammensat således:	
Indestående i depotselskab	1.144
Noterede aktier fra danske selskaber	46.080
Noterede aktier fra udenl. selskaber	2.637
Tilg. udbytter	6
Aktuelle skatteaktiver	13
<b>Aktiver i alt</b>	<b>49.880</b>

Fusionen er en skattefri fusion gennemført efter de på fusionstidspunktet gældende regler herom, derfor er primoformue 2011 overført til den fortsættende afdeling. Periodens nettoresultat overføres også til den fortsættende afdeling i en skattefri fusion. Formålet med sammenlægningen er at fastholde en tilstrækkelig stor formue, der gør det muligt at sammensætte en veldiversificeret portefølje af investeringer, samt nyde godt af stordriftsfordele.

\* Afdeling Sektorallokering Danmark's regnskabsperiode var 07.03.11 - 31.12.11

\*\* Sharpe ratio beregnes kun for afdelinger som har eksisteret i over 36 måneder, men afdelingen har kun eksisteret siden 07.03.2011





## FÆLLESNOTER

---

### Bestyrelseshonorar

Tkr.	2011	2010
Samlet bestyrelseshonorar	340	340

Honoraret er fastsat således:

Formanden	140	140
Øvrige bestyrelsesmedlemmer	100	100

Bestyrelsen aflønnes alene med faste honorarer og er således ikke omfattet af incitamentsprogrammer. Der påhviler ikke foreningen nogen pensionsforpligtelser overfor bestyrelsen.

### Revisionshonorar

Tkr.	2011	2010	2009
Revisionshonorar	361	428	655
Honorar for andre ydelser end revision	165	98	57
Samlet honorar	526	526	712



# FUND GOVERNANCE

## Baggrund og formål

Brancheorganisationen for danske investeringsforeninger, InvesteringsForeningsRådet, vedtog på generalforsamlingen i april 2006 en række Fund Governance anbefalinger, som yderligere er blevet justeret og tilpasset i april 2009.

Fund Governance er betegnelsen for den adfærd, ledelsen for en dansk investeringsforening o.l. praktiserer for at sikre bedst mulige vilkår, gennemsigtighed for medlemmerne og andre interessenter som offentlige myndigheder, samarbejdspartnere, herunder depotselskaber, distributører, samt medier m.v.

Fund Governance er udarbejdet efter de anbefalinger den europæiske brancheorganisation for investeringsforeninger FEFSI har fremsat i juni 2005. Fund Governance er udover at være inspireret af de Corporate Governance anbefalinger, der gælder for børsnoterede selskaber, i vid udstrækning udarbejdet således, at forhold der er lovgivningsmæssigt reguleret, i videst mulig omfang ikke er gentaget af anbefalingerne.

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

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

## 1. Generalforsamling og medlemsforhold

Både foreningens vedtægter og prospekter omtaler, hvilke rettigheder der tilkommer foreningens medlemmer. Begge dokumenter er endvidere tilgængelige på foreningens hjemmeside [www.alfredberginvest.dk](http://www.alfredberginvest.dk). Foreningen har i øvrigt på

et tidligt tidspunkt besluttet sig for, at benytte de muligheder, der opstod i medfør af elektronisk kommunikation. Fra og med 2005 har foreningen derfor udelukkende benyttet sig af elektronisk kommunikation med medlemmerne. Denne beslutning var motiveret ud fra et omkostningssynspunkt. Samtidig var forhold som overskuelighed og aktualitet stærkt medvirkende til at træffe beslutningen.

Generalforsamlingen er foreningens højeste myndighed og i henhold til lovgivningen skal denne afholdes hvert år inden udgangen af april måned. Tid og sted annonceres i overensstemmelse med vedtægterne i et landsdækkende dagblad og på foreningens hjemmeside, hvor der endvidere er mulighed for elektronisk tilmelding og fuldmagtsafgivelse. Alle medlemmer kan fremsætte et forslag på generalforsamlingen når blot disse er indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar i året for generalforsamlingens afholdelse. Derved har bestyrelsen mulighed for en eventuel yderligere undersøgelse af forslaget, inden det sættes til afstemning. Ethvert medlem af foreningen har ret til at deltage i generalforsamlingen, når vedkommende senest fem dage forinden har bestilt adgangskort.

Hvert medlem har én stemme for hver kr. 100 pålydende andele. Dog kan et medlem ikke afgive stemme for mere end en pct. af det samlede pålydende af de til enhver tid cirkulerende andele i en afdeling/forening. Denne stemmeretsbegrænsning er indsat for at give medlemmer med mindre investerede beløb en vis indflydelse i forhold til et medlem med større investerede beløb. Foreningens vedtægter indeholder flere og uddybende oplysninger herunder omkring foreningens generalforsamling og medlemsforhold.

## 2. Bestyrelsen

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

Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst regnet fra den pågældendes sidste valg. Mellem flere be-

styrelsesmedlemmer, der har fungeret lige længe, bestemmes afgang ved lodtrækning. Genvalg kan finde sted. Dette anses for værende fordelagtigt for foreningen, da et medlem over tid vil tilegne sig en specifik viden og erfaring ud i foreningens anliggender. Det enkeltes bestyrelsesmedlems alder og valgperiode(r) kan ses andetsteds i årsrapporten, hvor bestyrelsen præsenteres nærmere. Et medlem af bestyrelsen afgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år. Bestyrelsens medlemmer modtager et fast årligt honorar, der godkendes af generalforsamlingen. Bestyrelsesformanden og direktionen afholder møder efter behov, hvor samarbejdet løbende evalueres.

### **3. Ledelse af foreningen (bestyrelsen og direktionen)**

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

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

### **4. Forretningsgange**

Ledelsen har på alle væsentlige punkter udarbejdet skriftlige forretningsgange og kontrolprocedurer for at sikre den daglige drift bedst muligt. Det er i øvrigt en kontinuerlig proces at udbygge og vedligeholde forretningsgange. Til håndtering af eventuelle uoverensstemmelser med et medlem af foreningen har

bestyrelsen vedtaget en procedure, som er gengivet på foreningens hjemmeside. Proceduren prioriterer en hurtig respons i form af dialog, således at en formel klageafgivelse kun vil være nødvendig, hvor der ikke kan opnås en tilfredsstillende afklaring.

### **5. Uddelegering og eksterne leverandører af serviceydelser**

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

### **6. Handel med investeringsbeviser**

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

### **7. Afvikling af handler med de underliggende papirer**

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

### **8. Klienter og mæglere**

Foreningen har indgået en skriftlig markedsføringsaftale med Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S. På gensidig vis sikrer aftalen, at selskabet er informeret om foreningens produkter således, at selskabet derved kan yde foreningens medlemmer en professio-

nel rådgivning under hensyntagen til bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder.

### **9. Forholdet til fondsmæglerselskaber og rådgivere vedrørende foreningens investeringer**

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

### **10. Aktivernes værdifastsættelse**

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

### **11. Risikostyring**

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

### **12. Medlemmer og andre interessenter**

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

### **13. Oplysninger til investorerne**

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

### **14. Revision**

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

# FORENINGSOPLYSNINGER

## Foreningens adresse

Amaliegade 3  
1256 København K

Telefon: 3396 1000  
Telefax: 3396 1099

## Revision

Deloitte  
Weidekampegade 6  
2300 København S

## Administration

Alfred Berg Administration A/s  
Amaliegade 3  
1256 København K

Telefon: 3396 100  
Telefax: 3396 1099

## Investeringsrådgiver

Alfred Berg fondsmæglerselskab A/S  
Amaliegade 3  
1256 København K

Telefon: 3396 1000  
Telefax: 3396 1099

## Depotselskab

J.P. Morgan Europe (UK), Copenhagen Branch  
Filial af J.P. Morgan Europe Limited, Storbritannien  
Worldwide Securities Services  
Kalvebod Brygge 39-41, 1.  
1560 Copenhagen V

## Foreningens bestyrelse

Advokat Morten Riise-Knudsen  
Advokat Niels Ulrik Heine  
Lars Andersen

## Registreringsnumre

CVR nr: 25 48 57 34  
Finanstilsynet: 11125

Local Power • Nordic Strength • Global Reach

**Investeringsforeningen Alfred Berg Invest**

Amaliegade 3, 1256 København K

Telefon: 3396 1000

E-mail: [alfredberginvest.dk@alfredberg.com](mailto:alfredberginvest.dk@alfredberg.com)