



Halvårsrapport 2012
Investeringsforeningen
Multi Manager Invest

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Ledelsesberetning.....	4
Halvårsregnskaber.....	15
<i>USA</i>	15
<i>USA Akk.</i>	18
<i>Europa</i>	21
<i>Europa Akk.</i>	24
<i>Japan</i>	27
<i>Japan Akk.</i>	30
<i>Health Care</i>	33
<i>Health Care Akk.</i>	36
<i>Teknologi</i>	39
<i>Teknologi Akk.</i>	42
<i>Pacific</i>	45
<i>Pacific Akk.</i>	48
<i>Nye obligationsmarkeder lokal valuta</i>	51
<i>Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.</i>	54
<i>Nye Aktiemarkeder</i>	57
<i>Nye Aktiemarkeder Akk.</i>	60
<i>Virksomhedsobligationer</i>	63
<i>Foreningens noter</i>	66
<i>Anvendt regnskabspraksis</i>	66
<i>Hoved- og nøgletalsoversigt</i>	67

Nærværende halvårsrapport for 2012 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo august 2012. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i halvårsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

Investeringsforeningen Multi Manager Invest blev stiftet den 30. september 2005. Medio 2012 omfattede foreningen 17 afdelinger: USA, USA Akk., Europa, Europa Akk., Japan, Japan Akk., Health Care, Health Care Akk., Teknologi, Teknologi Akk., Pacific, Pacific Akk., Nye obligationsmarkeder lokal valuta, Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk., Nye Aktiemarkeder, Nye Aktiemarkeder Akk. og Virksomhedsobligationer.

Investeringsforeningen Multi Manager Invest
Otto Mønstedts Plads 9
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00
Fax: 44 55 91 72
CVR nr: 29 13 86 13
Finanstilsynets reg.nummer: 11.160
multimanagerinvest.dk

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Bestyrelse

Direktør Kjeld Øberg (formand)
Direktør Bjørn Bogason
Advokat, Partner Kim Esben Stenild Høiby
Direktør Erik Højberg Nielsen

Depotselskab

Nykredit Bank A/S

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Porteføljerådgivere

Allianz Global Investors Europe GmbH (RCM)
BlackRock (UK)
Fidelity Pensions Management
Investec Asset management Limited
Lazard Asset Management
Nykredit Asset Management
Standard Life Investments Ltd.
Wells Capital Management Inc

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2012 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

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

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 30. juni 2012.

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

København, den 27. august 2012

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Tage Fabrin-Brasted

Peter Jørn Jensen

Jim Isager Larsen

Bestyrelse

Kjeld Øberg
Formand

Bjørn Bogason

Kim Esben Stenild Høiby

Erik Højberg Nielsen

Halvårsrapporten 2012 i hovedtræk

- Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 1. halvår 2012 præget af aktiekurstigninger, rentefald samt svækkelse af euroen. Fornyet frygt for statsgældskrisen i Sydeuropa samt lempelig pengepolitik medførte rentefaldet i Nordeuropa i 1. halvår af 2012.
- Foreningens afdelinger gav som følge af markedsudviklingen afkast, der var på niveau med eller højere end ventet i 1. halvår 2012. Afkastene i foreningens afdelinger var alle positive. Afdelingerne med europæiske aktier, afdelingerne med sundhedsaktier samt afdeling Europæiske Virksomhedsobligationer gav afkast højere end afdelingernes respektive benchmark. De øvrige afdelinger gav et lavere afkast end benchmark. Samlet finder foreningens ledelse ikke afkastudviklingen tilfredsstillende.
- Foreningens samlede formue steg med 18% i 1. halvår til 11.118 mio. kr. ultimo juni 2012 som følge af kursstigninger og emissionsaktivitet.
- Foreningen igangsatte en ny afdeling i januar med europæiske erhvervsobligationer som investeringsområde. Afdelingen rådgives af Standard Life Investments. Endvidere blev investeringsstilen og rådgiver skiftet i afdelingerne med teknologiaktier, ligesom rådgiveren i afdelingerne med japanske aktier blev ændret til Lazard Asset Management.
- De ledende indikatorer tegner et billede af aftagende vækst i 3. kvartal i både de vestlige økonomier og i udviklingslandene. I Europa forventes recession, mens økonomierne i USA og i de ledende udviklingslande ventes at ville vise tegn på moderat stigende vækstrater mod slutningen af året. Centralbankerne i USA og Europa ventes derfor at fastholde styringsrenterne på et lavt niveau i et par år endnu.
- De korte markedsrenter skønnes at forblive lave i den kommende periode. De lange renter ventes samlet set heller ikke at stige i Europa i de kommende kvartaler, men højere danske, lange renter kan ikke udelukkes i perioder som følge af eventuelle succesfulde, politiske beslutninger til håndtering af gældskrisen i Europa.
- Risikobetonede aktiver som aktier og erhvervsobligationer skønnes kursmæssigt at have reageret på forventninger om begrænset økonomisk vækst og vurderes attraktivt prisfastsatte. I det kommende halve år forventes store kursudsving i aktier og erhvervsobligationer, hvor udviklingen i den europæiske gældskrise bliver en afgørende faktor. Foreningens ledelse forventer en moderat positiv kursudvikling på risikobetonede aktiver under forudsætning af, at gældskrisen ikke forværres.
- På basis af forventningerne til den økonomiske udvikling skønner ledelsen moderat positive afkast i foreningens afdelinger i 2. halvår af 2012. Store kursudsving må imidlertid påregnes i perioder. Ledelsens forventninger er omgærdet af stor usikkerhed, idet de i høj grad afhænger af udfaldet af eventuelle politiske beslutninger og handlinger.

Udviklingen i foreningen i halvåret

Afkastudviklingen

Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 1. halvår 2012 præget af positive aktiemarkeder samt af en fornyet nervøsitæt for statsgælden samt for stabiliteten i banksektoren i Sydeuropa. Uroen i de finansielle markeder medførte en flugt af kapital til nordeuropæiske markeder samt en svækkelse af euroen overfor andre betydende valutaer og herunder især den amerikanske dollar.

Konsekvensen af markedsuroen har i Nordeuropa været et rentefald til historisk lave niveauer i årets første seks måneder. Dette har sammen med en tilfredsstillende resultatudvikling i de børsnoterede selskaber haft en positiv indvirkning på aktiekurserne og kreditspændene, trods markedsuroen.

På den baggrund har foreningens afdelinger i 1. halvår leveret positive afkast på niveau med eller over ledelsens forventninger primo året.

Afdelingerne med europæiske aktier, afdelingerne med sundhedsaktier samt afdeling Europæiske Virksomhedsobligationer gav afkast højere end afdelingernes respektive benchmark. De øvrige afdelinger gav et lavere afkast end benchmark. Samlet finder foreningens ledelse ikke afkastudviklingen tilfredsstillende.

Afkastene i foreningens afdelinger med amerikanske aktier har været positive lige under 7% i årets første seks måneder. Afkastudviklingen er imidlertid lavere end afdelingernes benchmark som følge af aktievalget.

Afkastene i foreningens afdelinger med europæiske aktier har været ca. 7½%, hvilket er noget højere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes tilfredsstillende.

Afdelinger med japanske aktier har givet et afkast på ca. 2% i 1. halvår, hvilket er lavere end afdelingernes benchmark. Afdelingerne har skiftet investeringsrådgiver i april måned. Hovedparten af det lavere afkast opstod i perioden før og under rådgiverskiftet. Afkastene findes ikke tilfredsstillende.

Afdelingerne Health Care og Health Care Akk. har i halvåret leveret afkast på 12½-13%, hvilket er højere end ventet primo året og højere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes tilfredsstillende.

Afdelingerne med teknologiaktier har i 1. halvår givet afkast på ca. 10%, hvilket er lavere end afdelingernes benchmark. Investeringsstilen i afdelingerne er primo året blevet gjort passiv, men da investeringsretningslinjerne ikke tillader en fuld kopiering af benchmark, har kursudviklingen i Apple medført et lavere afkast i afdelingerne end benchmark i 1. halvår.

Afdelinger med Pacific-aktier leverede i årets første seks måneder afkast på ca. 5½%, hvilket er ca. 3 procentpoint lavere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes ikke tilfredsstillende.

Nye Obligationsmarkeder og Nye Obligationsmarkeder Akk. gav i 1. halvår afkast på ca. 8%. Faldende renter i mange emerging markets lande, faldende kreditspænd samt stigende valutakurser medførte en afkastudvikling højere end ventet primo året. Afkastene i afdelingerne var imidlertid lavere end benchmark, hvorfor ledelsen ikke finder afkastudviklingen i afdelingerne tilfredsstillende.

Afdelingerne Nye Aktiemarkeder og Nye Aktiemarkeder Akk. leverede i 1. halvår et afkast på 2-3%, hvilket var lavere end benchmark. Investeringsstilen med fokus på value kunne i halvåret ikke følge det momentumdrevne marked. Afkastene findes ikke tilfredsstillende.

Afdeling Virksomhedsobligationer, som blev startet i januar 2012, kom godt fra start og leverede et afkast lidt højere end afdelingens benchmark i perioden. Afkastet findes tilfredsstillende.

På den følgende side er en oversigt over afkastudviklingen i foreningens afdelinger samt de respektive benchmark.

Regnskabsresultat og formueudvikling

Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen blev på 679 mio. kr. i 1. halvår 2012 mod -199 mio. kr. i samme periode i 2011.

Den samlede formue i foreningen steg fra 9.428 mio. kr. ultimo 2011 til 11.118 mio. kr. ultimo juni 2012. Formuertilvæksten kan udover kurstigninger tilskrives nettoemissioner på 1.048 mio. kr.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for den enkelte afdeling i foreningen er angivet på side 7.

Afkastudvikling i 1. halvår 2012

Afdeling	Afkast	Benchmark
USA	6,8%	11,5%
USA Akk.	6,7%	11,5%
Europa	7,5%	4,8%
Europa Akk.	7,5%	4,8%
Japan	1,6%	5,1%
Japan Akk.	1,9%	5,1%
Health Care	12,6%	11,3%
Health Care Akk.	12,8%	11,3%
Teknologi	9,6%	12,5%
Teknologi Akk.	9,6%	12,5%
Pacific	5,3%	8,3%
Pacific Akk.	5,7%	8,3%
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	8,2%	9,5%
Nye obligationsmarkeder Akk. lokal valuta	8,1%	9,5%
Nye Aktiemarkeder	3,0%	6,3%
Nye Aktiemarkeder Akk.	2,2%	6,3%
Virksomhedsobligationer ¹⁾	4,8%	4,7%

Note: 1) Afdelingen Virksomhedsobligationer startede den 17. januar 2012.

Resultat og formue i 1. halvår 2012

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi pr. andel
USA	63	1.006	96,03
USA Akk.	162	2.771	99,91
Europa	38	577	65,64
Europa Akk.	101	1.601	74,34
Japan	3	148	57,46
Japan Akk.	6	362	59,26
Health Care	27	237	127,48
Health Care Akk.	82	724	139,16
Teknologi	7	45	126,48
Teknologi Akk.	11	42	139,03
Pacific	6	89	94,52
Pacific Akk.	11	210	192,68
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	45	586	105,76
Nye obligationsmarkeder Akk. lokal valuta	94	1.276	106,32
Nye Aktiemarkeder	5	228	95,55
Nye Aktiemarkeder Akk.	-5	605	95,67
Virksomhedsobligationer ¹⁾	22	611	104,80

Note: 1) Afdelingen Virksomhedsobligationer startede den 17. januar 2012.

Omkostninger i 1. halvår 2012

Afdeling	Omkostningsprocent 1. halvår 2012	Omkostningsprocent 1. halvår 2011
USA	0,75	0,81
USA Akk.	0,74	0,80
Europa	0,84	0,87
Europa Akk.	0,80	0,86
Japan	0,93	1,01
Japan Akk.	0,91	0,94
Health Care	1,07	1,01
Health Care Akk.	1,01	0,96
Teknologi	0,57	1,00
Teknologi Akk.	0,66	0,92
Pacific	1,13	1,02
Pacific Akk.	1,01	0,94
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	0,67	0,81
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	0,67	0,81
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	0,92	0,14
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	0,94	0,12
Virksomhedsobligationer ²⁾	0,47	-

Noter:

1) Afdelingerne Nye Aktiemarkeder og Nye Aktiemarkeder Akk. startede deres aktivitet den 7. juni 2011.

2) Afdelingen Virksomhedsobligationer startede den 17. januar 2012.

De samlede administrationsomkostninger udgjorde 85,1 mio. kr. i 1. halvår 2012 (77,7 mio. kr. i 1. halvår 2011). Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 0,78% i 1. halvår 2012 mod 0,80% i 1. halvår 2011.

Omkostningsniveauet i de fleste afdelinger er faldet i 1. halvår 2012 i forhold til samme periode året forinden. I enkelte af de mindre afdelinger er omkostningsniveauet steget. Årsagen er ændrede aftalevilkår samt udviklingen i afdelingernes formuer. Foreningens ledelse vil i det kommende arbejde for reduktioner i omkostningerne.

En oversigt over omkostningsprocenten for den enkelte afdeling i foreningen er angivet på side 8.

Oprettelse af ny afdeling

I januar 2012 besluttede bestyrelsen at lancere en ny afdeling med europæiske virksomhedsobligationer - afdeling Virksomhedsobligationer. Som rådgiver for afdelingen blev valgt den engelske forvalter Standard Life Investments Ltd. Afdelingen startede sin aktivitet den 17. januar 2012. Ultimo juni havde afdelingen en formue på 611 mio. kr.

Skift af investeringsrådgivere

I løbet af 1. halvår besluttede bestyrelsen at skifte investeringsrådgivere i fire afdelinger.

Som følge af faldende formue pga. indløsning besluttede bestyrelsen i januar at stoppe samarbejdet med MFS International vedrørende afdelingerne Teknologi og Teknologi Akk. Bestyrelsen besluttede at ændre investeringsstilen i afdelingerne fra aktiv forvaltning til passiv forvaltning og indgik herefter en rådgivningsaftale på vegne af afdelingerne med Nykredit Bank A/S. Aftalestrukturen blev samtidig ændret, hvorved rådgivergebyret blev reduceret og det løbende markedsføringsbidrag bortfaldt.

I afdeling Japan og afdeling Japan Akk. meddelte investeringsrådgiveren AllianceBernstein, at den ønskede investeringsrådgivning ville ophøre med at blive udbudt. Bestyrelsen valgte i stedet at indgå aftale med Lazard Asset Management medio april 2012.

Den økonomiske udvikling i 1. halvår 2012

Afmatning i den globale økonomi

Den internationale økonomi udviste i begyndelsen af året fremgang drevet af vækst i industriproduktionen. Manglende efterspørgsel i de toneangivende vestlige økonomier kombineret med gældskrisen i Europa medførte, at ordresituationen svækkedes, og den økonomiske vækst afdæmpedes i løbet af 1. halvår 2012.

Moderat vækst i USA

Den amerikanske økonomi viste moderat vækst i årets første seks måneder. Fundamentet i den amerikanske økonomi er det seneste år blevet styrket, da den private gæld er blevet nedbragt, beskæftigelsen er steget, og situationen på boligmarkedet er blevet stabiliseret.

Væksten i den amerikanske økonomi blev i 1. halvår drevet af et opsving i eksport og erhvervsinvesteringer. Derimod har forbrugsvæksten været aftagende i halvåret som følge af svag udvikling i husholdningernes realindkomst. Derudover har det offentlige forbrug og investeringer vist faldende tendens.

Gældskrisen i Europa eskalerede

I Europa begyndte stramningerne i de offentlige budgetter at slå igennem i 1. halvår. Udviklingen skønnes at skubbe økonomierne i Sydeuropa i recession i år, men også Frankrig kan risikere negativ vækst som følge af den nye regerings arbejdsmarkedspolitiske tiltag, der vurderes at bremse de private erhvervsinvesteringer.

Umiddelbart begyndte året positivt i Europa med en massiv kvantitativ lempelse af pengepolitikken. Den Europæiske Centralbank igangsatte således et udlånsprogram på ca. 1.000 mia. euro for såvel at stabilisere den europæiske banksektor som at understøtte prisdannelsen af sydeuropæisk statsgæld.

Den positive udvikling blev imidlertid i 2. kvartal afløst af en ny runde med usikkerhed om det europæiske euro-projekt. Mangelfulde reformer i Spanien og situationen i den spanske banksektor vakte bekymring, hvilket fik markedrenterne på spansk statsgæld til atter at stige til uholdbare niveauer.

Mod slutningen af halvåret reagerede de europæiske politikere og besluttede på et topmøde at styrke krisberedskabet med henblik på at stabilisere den eu-

ropæiske banksektor. Konsekvensen af topmødet blev, at den europæiske banksektor fremadrettet skulle kunne modtage lån fra den europæiske ESM-fond, mod at der blev etableret et pan-europæisk banktilsyn under Den Europæiske Centralbank. Som en del af topmødeaftalen blev der givet tilsagn om, at den spanske banksektor vil kunne låne op til 100 mia. euro – i første omgang fra den midlertidige EFSF-fond og senere fra den permanente ESM-fond. Den største umiddelbare risikofaktor i europæiske økonomi blev således adresseret.

Faldende vækstrater i BRIK-landene

Den globale økonomiske vækst har i 1. halvår været dæmpet af en opbremsning i økonomierne i de betydende udviklingslande som Brasilien, Rusland, Indien og Kina. De faldende vækstrater kunne til dels tilskrives den europæiske gældskrise og faldende råvarepriser, men effekten af sidste års stramning af pengepolitikken i udviklingslandene begyndte for alvor at slå igennem.

I 1. halvår begyndte myndighederne i BRIK-landene at lempe pengepolitikken med rentenedsættelser og andre lempelser for igen at øge den økonomiske vækst.

Stilstand i Danmark

Den europæiske gældskrise påvirkede dansk økonomi negativt i 1. halvår. Eksporten, som i tidligere år har bidraget positivt til den økonomiske vækst i Danmark, udviklede sig således svagt. Endvidere blev forbrugene og erhvervslivet mere pessimistisk med hensyn til de fremtidige, økonomiske udsigter. Dette lagde en dæmper på privatforbruget og erhvervslivets investeringer i 1. halvår.

Den økonomiske situation i Danmark kan ikke betegnes som krise. Væksten ventes da også at genindfinde sig som følge af det meget lave renteniveau, den ekspansive finanspolitik samt den gangværende udbetaling af efterlønsbidraget. Usikkerhedsfaktorerne ventes at være den politiske og økonomiske udvikling i Europa, samt om det nuværende sortsyn vil aftage.

Fortsat lempelig pengepolitik

Som før nævnt igangsatte Den Europæiske Centralbank primo året et program, hvor den europæiske banksektor kunne få tildelt ubegrænset likviditet til lav rente. Primo juli besluttede centralbanken endvidere at reducere styringsrenten fra 1% til ¾%.

Danmarks Nationalbank havde i 1. halvår andre udfordringer at håndtere. Usikkerheden i euro-området afstedkom en kraftig tilstrømning af kapital til Danmark med det resultat, at valutareserverne steg uhensigtsmæssigt meget. Samtidig blev fastholdelsen af valutakursen overfor euroen vanskeliggjort af kapitaltilstrømningen. Danmarks Nationalbank reducerede derfor styringsrenterne uafhængigt af Den Europæiske Centralbank af to omgange i 1. halvår. Dernæst gennemførte Nationalbanken tillige en rentenedsættelse primo juli, hvorefter renten på indskudsbeviser for første gang blev negativ.

Svækkelse af euroen

De lave vækstforventninger til den europæiske økonomi samt markedets usikkerhed om euroens fortsatte beståen bevirkede, at euroen kom under pres i 1. halvår. Således svækkedes euroen og den danske krone med ca. 2,2% overfor den amerikanske dollar i 1. halvår.

Markedsudviklingen i 1. halvår 2012

Turbulente obligationsmarkeder i 1. halvår

Udviklingen i de internationale obligationsmarkeder blev i 1. halvår 2012 præget af fortsat uro. Skiftende forventninger til økonomisk vækst og inflation blev i halvåret suppleret med fornyet nervøsitet for den europæiske statsgældskrise med Spanien i centrum.

Den stigende stresssituation i det europæiske marked fik de sydeuropæiske statsrenter til at stige til kritiske niveauer, trods rigeligt udbud af likviditet fra Den Europæiske Centralbank til de europæiske banker. Markedsusikkerheden bevirkede, at kapitalen i stedet søgte i sikker havn i nordeuropæiske lande og herunder i Danmark.

Effekten heraf var en kraftig forøgelse af valutareserverne i Danmark samt en styrkelse af den danske krone overfor euroen. Markedsrenten i Danmark faldt som konsekvens heraf til rekordlave niveauer med en 10-årig statsrente på under 1% og en negativ rente på 2-årige statsobligationer.

Over halvåret faldt den 10-årige rente på statsobligationer i USA fra 2,0% til 1,7%. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer faldt fra 1,8% til 1,6% ultimo halvåret. Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation steg fra 0,2% til 0,3% i 1. halvår 2012, mens renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation faldt fra 0,2% til 0,1%.

Det danske obligationsmarked påvirkedes af udviklingen i det internationale renteniveau. I halvåret faldt den 2-årige danske statsrente fra 0,2% til 0,1%, mens den 10-årige danske statsrente faldt fra 1,7% til 1,5%.

Det danske obligationsmarked målt ved J.P. Morgan Obligationsindeks DK gav et afkast på 0,9% i 1. halvår 2012 som følge af rentefaldet på statsobligationer.

Danske realkreditobligationer målt ved Nykredit Realkreditindeks gav et afkast på 1,8% i 1. halvår 2012.

Faldende kreditspænd i 1. halvår

Trods fortsatte statsgældsproblemer i Sydeuropa og usikkerhed omkring spanske banker har den generelt gode indtjeningssevne i europæiske industri i 1. halvår 2012 medført et faldende kreditspænd på europæiske erhvervsobligationer i forhold til renten på tyske statsobligationer med tilsvarende varighed. Kreditspændet på erhvervsobligationer (Merrill Lynch EMU Corporates) blev således indsnævret fra 483 basispunkter ultimo 2011 til 379 basispunkter ultimo juni 2012.

Afkastet på markedet for erhvervsobligationer, målt ved Merrill Lynch EMU Corporates i danske kroner, blev således på 5,6% i 1. halvår 2012, hvilket var bedre end afkastudviklingen for stats- og realkreditobligationer.

Positiv udvikling på aktiemarkederne

Aktiemarkederne har i halvåret været præget af en positiv kursudvikling, om end med en negativ periode i april og maj, hvor fornyet uro opstod som følge af gældskrisen i Sydeuropa.

Verdensmarkedsindekset gav målt i danske kroner et afkast på 8,4% i 1. halvår 2012, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan tilsvarende gav et afkast på henholdsvis 11,6%, 4,8% og 5,5% i samme periode.

Det danske aktiemarked målt ved OMXCCapGI-indekset steg med 10,8% i 1. halvår 2012 og har således givet et højere afkast end verdensmarkedsindekset. Årsagen hertil var primært udviklingen i Novo Nordisk.

Udviklingen i emerging markets var mere afdæmpet i halvåret som følge af fortsat stram pengepolitik samt lavere eksportvækst. Emerging markets målt ved MSCI EMF indekset steg med 6,3% i danske kroner i 1. halvår 2012.

Øvrige forhold

Samfundsansvar

Foreningens investeringer sker med inddragelse af hensynet til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse. I samarbejde med Nykredit koncernen har foreningen formuleret en politik for bæredygtige investeringer (SRI/Socially Responsible Investments). Politiken er beskrevet i afsnittet "Bæredygtige investeringer" i Årsrapporten 2011.

Foreningen administreres af Nykredit Portefølje Administration A/S, der indgår i Nykredit koncernen. Administrationen af foreningen foregår indenfor rammerne af Nykredit koncernens politik for samfundsmæssigt ansvar, hvortil der henvises på Nykredits hjemmeside "nykredit.dk".

Politik for udøvelse af stemmerettigheder

Foreningens opgave er at sikre et optimalt afkast af foreningens investeringer med inddragelse af hensynet til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse. Dette er formuleret i foreningens politik for bæredygtige investeringer, hvor aktivt ejerskab er en væsentlig del af investeringspolitikken.

Det er bestyrelsens holdning, at foreningen, i det omfang foreningens stemmeret på en generalforsamling kan være med til at sikre opfyldelsen af målet med aktivt ejerskab, skal benytte den stemmeret, der tilkommer foreningen i henhold til de pågældende værdipapirer.

I hvilket omfang foreningen vil gøre brug af sine stemmerettigheder, afgøres ud fra en konkret vurdering af, hvorvidt den nødvendige indsats – selvstændigt eller i samarbejde med andre investorer – vil kunne bringe den forventede virkning på afkastet eller bæredygtigheden i investeringen. Som udgangspunkt ønsker foreningens bestyrelse, at udøvelse af stemmeretten sker over for virksomheder, der ikke lever op til foreningens bæredygtige og etiske investeringspolitik.

Foreningen vil i sin stemmeafgivelse altid støtte virksomheder, som ledes med et formål om at tjene aktionærernes og hermed foreningens interesser og investeringspolitik.

Usikkerhed ved indregning eller måling

Det er ledelsens vurdering, at der ikke forefindes væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balancelposter.

Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen.

Begivenheder efter halvårets udløb

Der er fra balancedagen og til dato ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af halvårsrapporten.

Forventninger til 2. halvår 2012

De ledende indikatorer tegner et billede af aftagende vækst i 3. kvartal i både de vestlige økonomier og i udviklingslandene. I Europa forventes recession, mens økonomierne i USA og i de ledende udviklingslande ventes at vise tegn på moderat stigende vækstrater mod slutningen af året.

I Europa har den finansielle stress igen nået niveauer, hvor det sandsynliggør, at de europæiske beslutningstagere vil intervenere med det formål at styre udviklingen. De kommende kvartaler skønnes derfor være behæftet med stor politisk usikkerhed.

Den forventede moderate økonomiske vækst i verden forventes sammen med den europæiske gældskrise at bevirke, at centralbankerne i USA og Europa vil fastholde styringsrenterne på et lavt niveau i et par år endnu. Derudover kan yderligere kvantitative lempelser i pengepolitikken ikke udelukkes i 2. halvår.

De korte markedsrenter skønnes derfor at forblive lave i den kommende periode. Recession i Europa, lave korte renter, rigelig likviditet samt nedadgående pres på enhedslønmkostningerne taler endvidere for, at de lange renter samlet set ikke skal stige i Europa i de kommende kvartaler. Renten i Nordeuropa er imidlertid påvirket af en negativ risikopræmie, som kan forsvinde ved eventuelle succesfulde, politiske beslutninger til håndtering af gældskrisen i Europa. Der kan derfor ikke udelukkes lidt højere lange renter i perioder som følge af skift i markedets risikovurderinger af udstedere i Nord- og Sydeuropa.

Risikobetonede aktiver som aktier og erhvervsobligationer skønnes kursmæssigt at have reageret på de moderate vækstforventninger og vurderes attraktivt prisen fastsatte. I det kommende halve år forventes store kursudsving i aktier og erhvervsobligationer, hvor udviklingen i den europæiske gældskrise bliver en afgørende faktor. Foreningens ledelse forventer en moderat positiv kursudvikling på risikobetonede aktiver under forudsætning af, at gældskrisen ikke forværres.

På basis af forannævnte forventninger til den økonomiske udvikling skønner ledelsen moderat positive afkast i foreningens afdelinger i 2. halvår af 2012. Store kursudsving på afdelinger med risikobetonede aktiver må imidlertid påregnes i perioder.

Ledelsens forventninger til resten af 2012 er omgærdet af stor usikkerhed, idet de i høj grad afhænger af udfaldet af eventuelle politiske beslutninger og handlinger.

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af amerikanske selskaber eller handlet på et amerikansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af RCM Capital Management, USA.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI USA inkl. netto-udbytte i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling USA gav i 1. halvår 2012 et afkast på 6,83%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 11,53% i samme periode. Afdelingen har således givet et lavere afkast end sammenligningsgrundlaget, hvilket ikke findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdelingen nettorenter og udbytter for i alt 12,3 mio. kr., og afdelingens nettokurstab udgjorde 59,4 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 62,8 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 1.005,8 mio. kr. i afdelingen, svarende til 96,03 kr. pr. andel.

Strategien i afdelingen er at investere i selskaber med gode vækstudsigter, men som p.t. ikke er markedets favoritter.

Afkastudviklingen i afdelingen har været præget af, at dollaren er blevet styrket med knap 2,2% mod danske kroner i første halvår af 2012. Målt i lokal valuta har markedet givet et positivt afkast på 9,07% i samme periode.

Afdelingens negative relative afkast i halvåret kan primært tilskrives, at afdelingen har været overvægtet i energisektoren. Da olieprisen faldt i 1. halvår, medførte det, at energisektoren klarede sig afkastmæssigt dårligt. Udover overvægten i energisektoren har undervægten i varige forbrugsgoder og den finansielle sektor bidraget til det lavere afkast end markedet generelt.

Omvendt har afdelingen haft fordel af en overvægt i teknologisektoren og af en undervægt i forsyningssektoren.

Afdelingen skiftede i 1. halvår benchmark fra S&P 500 til MSCI USA. Ændringen vurderes ikke at få betydning for afdelingen.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 19,5% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til USA, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

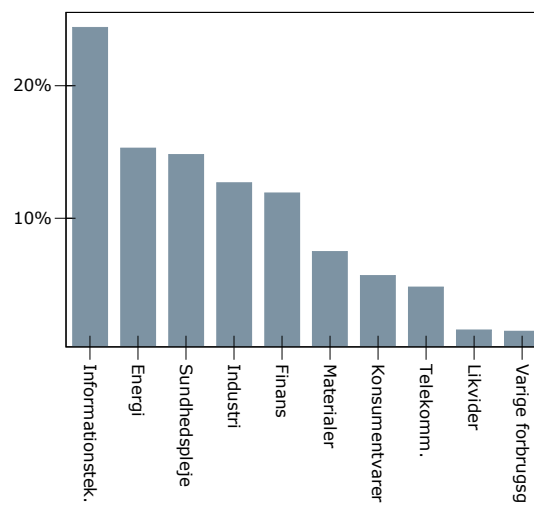
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det amerikanske aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i markedet, ligesom indtjeningen i de store amerikanske selskaber kan blive påvirket negativt. For megen uro kan dog omvendt initiere den amerikanske centralbank til en pengepolitisk lempelse.

Da amerikanske aktier anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive moderat positiv i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af stor usikkerhed.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	12.272	10.628
Kursgevinster og -tab	59.374	-42.179
Administrationsomkostninger	-7.434	-8.971
Resultat før skat	64.212	-40.522
Skat	-1.418	-1.551
Halvårets nettoresultat	62.794	-42.073

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	18.413	14.145
Kapitalandele	993.655	913.787
Andre aktiver	7.531	917
Aktiver i alt	1.019.599	928.849
Passiver		
Medlemmernes formue	1.005.756	921.726
Anden gæld	13.843	7.123
Passiver i alt	1.019.599	928.849

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,2	97,6
Øvrige finansielle instrumenter	3,8	2,4
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	6,83	1,52	-3,29	8,84	-1,84	-16,39
Indre værdi pr. andel	96,03	89,89	85,64	78,45	61,92	83,63
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-	-	-	-
Omkostningsprocent	0,75	1,63	0,81	0,85	0,80	0,87
Sharpe ratio	-0,23	-0,29	0,01	-0,41	-1,00	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	62.796	-12.229	-42.073	22.252	-4.331	-52.037
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.005.758	921.726	1.132.970	799.080	290.603	277.072
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	10.473	10.253	13.230	10.186	4.694	3.313
ÅOP	-	2,03	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af amerikanske selskaber eller handlet på et amerikansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af RCM Capital Management, USA.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI USA inkl. netto-udbytte i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling USA Akk. gav i 1. halvår 2012 et afkast på 6,67%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 11,53% i samme periode. Afdelingen har således givet et lavere afkast end sammenligningsgrundlaget, hvilket ikke findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdelingen nettorenter og udbytter for i alt 32,9 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 152,6 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 161,7 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 2.770,8 mio. kr. i afdelingen, svarende til 99,91 kr. pr. andel.

Strategien i afdelingen er at investere i selskaber med gode vækstudsigter, men som p.t. ikke er markedets favoritter.

Afkastudviklingen i afdelingen har været præget af, at dollaren er blevet styrket med knap 2,2% mod danske kroner i første halvår af 2012. Målt i lokal valuta har markedet givet et positivt afkast på 9,07% i samme periode.

Afdelingens negative relative afkast i halvåret kan primært tilskrives, at afdelingen har været overvægtet i energisektoren. Da olieprisen faldt i 1. halvår, medførte det, at energisektoren klarede sig afkastmæssigt dårligt. Udover overvægten i energisektoren har undervægten i varige forbrugsgoder og den finansielle sektor bidraget til det lavere afkast end markedet generelt. Omvendt har afdelingen haft fordel af en overvægt i teknologisektoren og af en undervægt i forsyningssektoren.

Afdelingen skiftede i 1. halvår benchmark fra S&P 500 til MSCI USA. Ændringen vurderes ikke at få betydning for afdelingen.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 19,3% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til USA, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

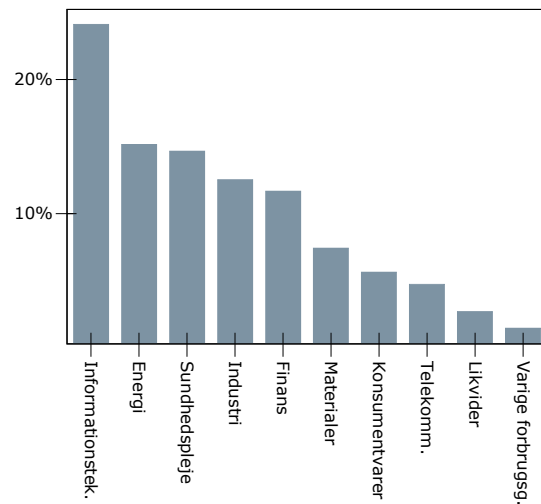
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det amerikanske aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i markedet, ligesom indtjeningen i de store amerikanske selskaber kan blive påvirket negativt. For megen uro kan dog omvendt initiere den amerikanske centralbank til en pengepolitisk lempelse.

Da amerikanske aktier anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive moderat positiv i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af stor usikkerhed.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	32.945	22.209
Kursgevinster og -tab	152.563	-84.032
Administrationsomkostninger	-20.013	-18.568
Resultat før skat	165.495	-80.391
Skat	-3.823	-3.238
Halvårets nettoresultat	161.672	-83.629

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	69.807	30.793
Kapitalandele	2.705.487	2.364.497
Andre aktiver	6.419	7.338
Aktiver i alt	2.781.713	2.402.628
Passiver		
Medlemmernes formue	2.770.848	2.399.344
Anden gæld	10.865	3.284
Passiver i alt	2.781.713	2.402.628

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	98,3
Øvrige finansielle instrumenter	3,1	1,7
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	6,67	1,54	-3,45	8,77	-1,11	-15,34
Indre værdi pr. andel	99,91	93,66	89,06	81,84	65,15	84,59
Omkostningsprocent	0,74	1,63	0,80	0,81	0,84	0,87
Sharpe ratio	-0,21	-0,26	-0,05	-0,40	-0,96	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	161.674	23.087	-83.629	60.011	-7.336	-66.376
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	2.770.850	2.399.344	2.454.863	1.804.614	698.225	419.387
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	27.735	25.617	27.563	22.050	10.717	4.958
ÅOP	-	2,00	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af europæiske selskaber eller handlet på et europæisk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for europæiske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Europe inkl. nettoudbytte i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Europa gav i 1. halvår 2012 et afkast på 7,53%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 4,77% i samme periode. Afdelingen har således givet et højere afkast end sammenligningsgrundlaget, hvilket findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Europa nettorenter og udbytter for i alt 12,4 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 31,8 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 38,1 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 577,1 mio. kr. i afdelingen, svarende til 65,64 kr. pr. andel.

Udviklingen i den europæiske statsgældskrise hæmmede afkastudviklingen i europæiske aktier og dermed også for afdelingen i 1. halvår.

Afdelingens merafkast i forhold til benchmark kan primært tilskrives aktievalget i afdelingen. Positioner i Vodafone, International Power, Novo Nordisk og Essilor har bidraget positivt til afdelingens afkast i 1. halvår. Derudover opnåede afdelingen positivt afkast med investeringer i industriselskaberne Kone og Rolls Royce. På landeniveau har afdelingen været undervægtet i Spanien og overvægtet i England, hvilket tillige har fremmet afdelingens merafkast.

Afdelingen har været undervægtet i banksektoren, idet denne fortsat ventes at have vanskelige vilkår.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 21,7% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingernes investeringsunivers er begrænset til Europa, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen, men en stor andel af afdelingens portefølje vil være placeret i euro. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange lande og brancher.

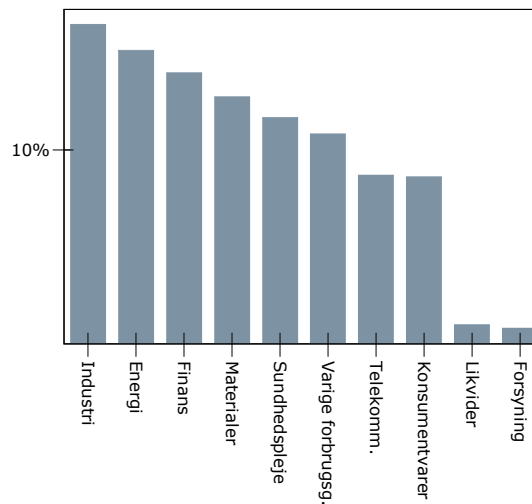
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det europæiske aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i aktiemarkedet, ligesom indtjeningen i de store selskaber kan blive påvirket negativt af den lave globale vækst. Omvendt kan nye stimuli-pakker periodevis skabe optimisme i markedet.

Da europæiske aktier anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive moderat positivt i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af stor usikkerhed.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	12.353	18.955
Kursgevinster og -tab	31.802	-6.115
Administrationsomkostninger	-4.797	-5.372
Resultat før skat	39.358	7.468
Skat	-1.262	-1.463
Halvårets nettoresultat	38.096	6.005

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	4.925	4.191
Kapitalandele	569.603	485.878
Andre aktiver	9.531	2.425
Aktiver i alt	584.059	492.494
Passiver		
Medlemmernes formue	577.077	491.774
Anden gæld	6.982	720
Passiver i alt	584.059	492.494

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,3	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	3,7	1,5
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	7,53	-10,36	1,29	-3,01	-0,73	-16,11
Indre værdi pr. andel	65,64	62,41	70,52	59,93	51,00	84,71
A conto udlodning pr. andel	-	1,50	-	-	-	-
Omkostningsprocent	0,84	1,78	0,87	0,92	0,81	1,07
Sharpe ratio	-0,57	-0,58	-0,34	-0,59	-1,02	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	38.096	-64.094	6.005	-15.518	-2.313	-52.380
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	577.077	491.774	602.289	550.174	224.826	288.520
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	8.791	7.879	8.539	9.181	4.409	3.406
ÅOP	-	2,82	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af europæiske selskaber eller handlet på et europæisk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for europæiske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Europe inkl. nettoudbytte i kr.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Europa Akk. gav i 1. halvår 2012 et afkast på 7,54%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 4,77% i samme periode. Afdelingen har således givet et højere afkast end sammenlignings-grundlaget, hvilket findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Europa Akk. nettorenter og udbytter for i alt 33,6 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 83,9 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 101,5 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 1.601,0 mio. kr. i afdelingen, svarende til 74,34 kr. pr. andel.

Afdelingens merafkast i forhold til benchmark kan primært tilskrives aktievalget i afdelingen. Positioner i Vodafone, International Power, Novo Nordisk og Essilor har bidraget positivt til afdelingens afkast i 1. halvår. Derudover opnåede afdelingen positivt afkast med investeringer i industriselskaberne Kone og Rolls Royce. På landeniveau har afdelingen været undervægtet i Spanien og overvægtet i England, hvilket tillige har fremmet afdelingens merafkast.

Afdelingen har været undervægtet i banksektoren, idet denne fortsat ventes at have vanskelige vilkår.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 21,6% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingernes investeringsunivers er begrænset til Europa, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen, men en stor andel af afdelingens portefølje vil være placeret i euro. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange lande og brancher.

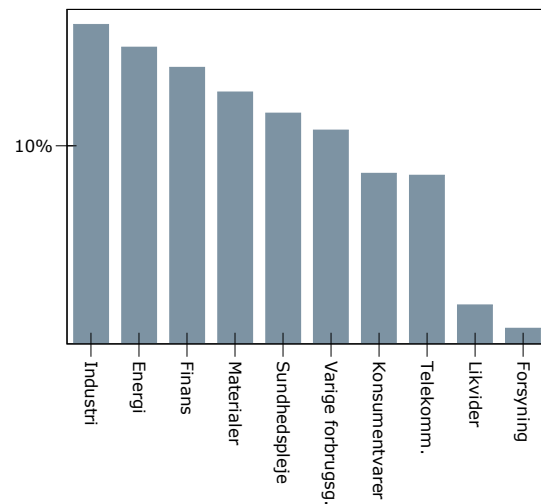
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det europæiske aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i aktiemarkedet, ligesom indtjeningen i de store selskaber kan blive påvirket negativt af den lave globale vækst. Omvendt kan nye stimuli-pakker periodevis skabe optimisme i markedet.

Da europæiske aktier anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive moderat positiv i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af stor usikkerhed.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	33.589	38.504
Kursgevinster og -tab	83.856	-10.328
Administrationsomkostninger	-12.417	-10.737
Resultat før skat	105.028	17.439
Skat	-3.568	-3.015
Halvårets nettoresultat	101.460	14.424

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	29.396	15.458
Kapitalandele	1.565.505	1.252.401
Andre aktiver	25.529	5.752
Aktiver i alt	1.620.430	1.273.611
Passiver		
Medlemmernes formue	1.600.974	1.267.045
Anden gæld	19.456	6.566
Passiver i alt	1.620.430	1.273.611

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,4	97,8
Øvrige finansielle instrumenter	4,6	2,2
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	7,54	-10,13	1,23	-2,74	-0,34	-16,13
Indre værdi pr. andel	74,34	69,12	77,86	66,34	55,44	88,79
Omkostningsprocent	0,80	1,77	0,86	0,89	0,84	0,98
Sharpe ratio	-0,57	-0,58	-0,34	-0,58	-1,02	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	101.461	-145.047	14.424	-30.381	-701	-91.874
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.600.975	1.267.045	1.263.892	1.187.559	526.909	527.867
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	21.537	18.330	16.234	17.900	9.504	5.945
ÅOP	-	2,79	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af japanske selskaber eller handlet på et japansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Lazard Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for japanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Japan inkl. nettoudbytte i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Japan gav i 1. halvår 2012 et afkast på 1,56%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 5,12% i samme periode. Afdelingen har således givet et lavere afkast end sammenligningsgrundlaget, hvilket ikke findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Japan nettorenter og udbytter for i alt 1,7 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 2,6 mio. kr. Afdelingens nettoreultat blev på 2,7 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 148,4 mio. kr. i afdelingen, svarende til 57,46 kr. pr. andel.

Afdelingen har medio april skiftet investeringsrådgiver, idet afdelingens tidligere rådgiver, AllianceBernstein, stoppede med at udbyde den ønskede rådgivnings-service. Bestyrelsen valgte i stedet at indgå aftale med Lazard Asset Management.

Afdelingens lavere afkast end benchmark kan primært henføres til perioden før og under skiftet af investeringsrådgiver. I perioden efter har afdelingen givet et afkast på niveau med benchmark.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 21,2% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risiko-profilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til Japan, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange brancher.

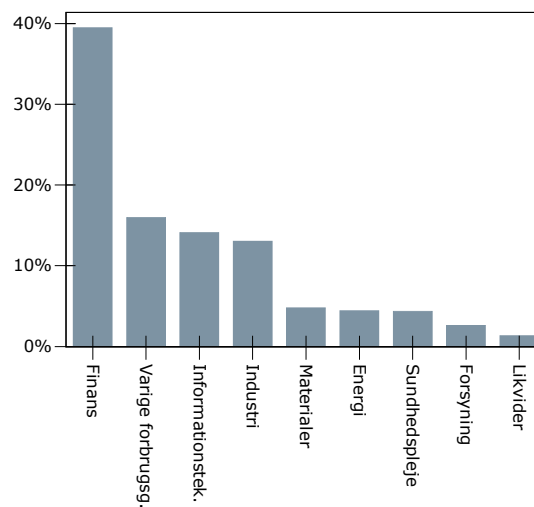
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det japanske aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i markedet, ligesom indtjeningen i de store japanske selskaber kan blive påvirket negativt.

Den indenlandske vækst er fortsat høj pga. genopbygningen efter jordskælvet og tsunamien i 2011. Japanske aktier vurderes som attraktive, hvilket ventes at understøtte aktiekurserne, når markedsnervøsiteten dæmpes. Afdelingen ventes derfor at kunne give et moderat positivt afkast i 2. halvår, men der er risiko for væsentlige afkastmæssige udsving.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	1.652	1.353
Kursgevinster og -tab	2.609	-15.836
Administrationsomkostninger	-1.415	-1.434
Resultat før skat	2.846	-15.917
Skat	-116	-95
Halvårets nettoresultat	2.730	-16.012

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	1.997	2.721
Kapitalandele	147.175	157.026
Andre aktiver	0	577
Aktiver i alt	149.172	160.324
Passiver		
Medlemmernes formue	148.379	159.684
Anden gæld	793	640
Passiver i alt	149.172	160.324

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	97,6
Øvrige finansielle instrumenter	1,9	2,4
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	1,56	-10,48	-11,30	10,92	3,97	-14,06
Indre værdi pr. andel	57,46	56,58	56,06	58,13	51,37	65,98
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-	-	-	-
Omkostningsprocent	0,93	2,01	1,01	1,14	0,90	1,00
Sharpe ratio	-0,59	-0,62	-0,67	-0,77	-1,22	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	2.731	-15.108	-16.012	9.300	6.263	-34.636
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	148.380	159.684	171.842	158.706	105.507	221.698
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.582	2.823	3.066	2.730	2.054	3.360
ÅOP	-	2,86	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af japanske selskaber eller handlet på et japansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Lazard Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for japanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Japan inkl. nettoudbytte i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Japan Akk. gav i 1. halvår 2012 et afkast på 1,93%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 5,12% i samme periode. Afdelingen har således givet et lavere afkast end sammenligningsgrundlaget, hvilket ikke findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Japan Akk. netto-renter og udbytter for i alt 4,0 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 5,9 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 6,3 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 361,9 mio. kr. i afdelingen, svarende til 59,26 kr. pr. andel.

Afdelingen har medio april skiftet investeringsrådgiver, idet afdelingens tidligere rådgiver, AllianceBernstein, stoppede med at udbyde den ønskede rådgivnings-service. Bestyrelsen valgte i stedet at indgå aftale med Lazard Asset Management.

Afdelingens lavere afkast end benchmark kan primært henføres til perioden før og under skiftet af investeringsrådgiver. I perioden efter har afdelingen givet et afkast på niveau med benchmark.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 21,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risiko-profilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til Japan, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange brancher.

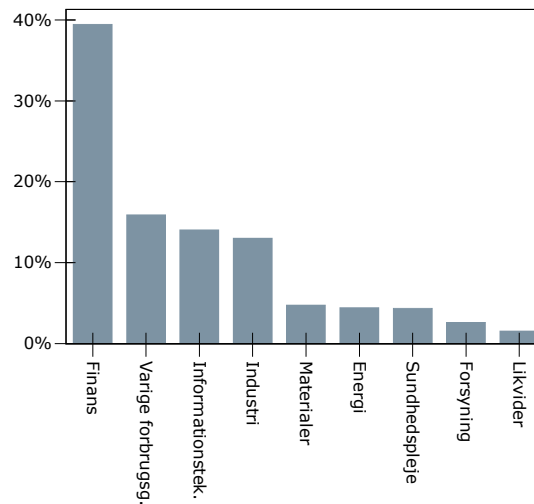
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det japanske aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i markedet, ligesom indtjeningen i de store japanske selskaber kan blive påvirket negativt.

Den indenlandske vækst er fortsat høj pga. genopbygningen efter jordskælvet og tsunamien i 2011. Japanske aktier vurderes som attraktive, hvilket ventes at understøtte aktiekurserne, når markedsnervøsiteten dæmpes. Afdelingen ventes derfor at kunne give et moderat positivt afkast i 2. halvår, men der er risiko for væsentlige afkastmæssige udsving.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	3.952	3.278
Kursgevinster og -tab	5.945	-34.740
Administrationsomkostninger	-3.280	-3.199
Resultat før skat	6.617	-34.661
Skat	-277	-229
Halvårets nettoresultat	6.340	-34.890

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	5.537	7.968
Kapitalandele	357.930	338.462
Andre aktiver	6	914
Aktiver i alt	363.473	347.344
Passiver		
Medlemmernes formue	361.919	345.620
Anden gæld	1.554	1.724
Passiver i alt	363.473	347.344

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	97,0
Øvrige finansielle instrumenter	1,9	3,0
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	1,93	-9,67	-10,70	11,61	4,11	-13,87
Indre værdi pr. andel	59,26	58,14	57,47	58,98	50,89	65,47
Omkostningsprocent	0,91	1,91	0,94	0,98	0,91	0,99
Sharpe ratio	-0,57	-0,60	-0,66	-0,77	-1,22	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	6.341	-29.135	-34.890	24.454	14.814	-53.339
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	361.920	345.620	393.348	350.776	174.946	355.445
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	6.108	5.945	6.844	5.947	3.438	5.429
ÅOP	-	2,55	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer globalt i aktier udstedt af selskaber, hvis virksomhed er inden for eller har relation til sundhedssektoren. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for sundhedsaktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI World Health Care inkl. nettoudbytte i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Health Care gav i 1. halvår 2012 et afkast på 12,58%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 11,31% i samme periode. Afdelingen har således givet et højere afkast end sammenligningsgrundlaget, hvilket findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Health Care nettorenter og udbytter for i alt 2,2 mio. kr., og afdelingens nettokursavance udgjorde 27,7 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 27,1 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 237,1 mio. kr. i afdelingen, svarende til 127,48 kr. pr. andel.

Afdelingens merafkast i forhold til benchmark kan tilskrives afdelingens overvægt i undersektoren bioteknologi samt i aktievalget gennem halvåret. Undervægten i de store farmaceutiske selskaber udviklede sig neutralt, idet det var positivt i 1. kvartal, men negativt i 2. kvartal, hvor markedsnervøsiteten genopstod.

Gennem 1. halvår er vægten i undersektorerne bioteknologi og hospitalsudstyr blevet øget, mens andelen i farmaceutiske selskaber er blevet reduceret.

Den amerikanske højesterets afgørelse om, at Obama's sundhedsreform ikke er i strid med den amerikanske forfatning, er umiddelbart positivt for selskaberne i sundhedssektoren. Usikkerheden om det amerikanske præsidentvalg forventes imidlertid at udskyde effekten på aktiekurserne i sektoren.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 17,0% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

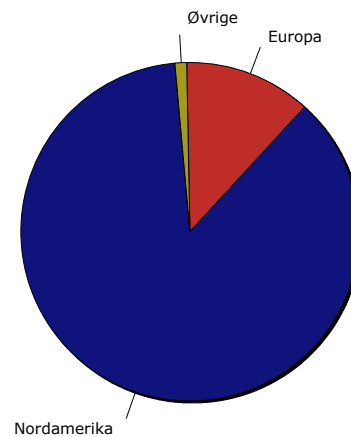
De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, sektorrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til sektoren Health Care, anses afdelingens markedsrisiko/sectorrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked generelt. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på flere lande, men afdelingen er meget eksponeret til det amerikanske aktiemarked.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Aktiemarkedene ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udover uro som følge af gældskrisen i Europa forventes det amerikanske præsidentvalg at skabe usikkerhed om de fremtidige sundhedsbudgetter i USA. Afdelingen ventes at kunne give et moderat positivt afkast i 2. halvår 2012.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	2.247	1.503
Kursgevinster og -tab	27.693	10.146
Administrationsomkostninger	-2.434	-2.325
Resultat før skat	27.506	9.324
Skat	-385	-132
Halvårets nettoresultat	27.121	9.192

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	5.729	5.373
Kapitalandele	230.317	216.606
Afledte finansielle instrumenter	10	0
Andre aktiver	3.227	344
Aktiver i alt	239.283	222.323
Passiver		
Medlemmernes formue	237.136	221.940
Anden gæld	2.147	383
Passiver i alt	239.283	222.323

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	95,4	97,3
Øvrige finansielle instrumenter	4,6	2,7
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	12,58	6,88	4,17	8,46	3,89	-13,95
Indre værdi pr. andel	127,48	116,97	114,01	111,87	88,11	88,53
A conto udlodning pr. andel	-	4,00	-	-	-	-
Omkostningsprocent	1,06	2,04	1,01	1,23	0,97	0,99
Sharpe ratio	0,34	0,18	0,17	0,05	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	27.121	14.183	9.192	9.797	6.942	-41.403
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	237.136	221.940	232.118	174.843	154.498	283.514
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.860	1.897	2.036	1.563	1.753	3.202
ÅOP	-	2,90	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer globalt i aktier udstedt af selskaber, hvis virksomhed er inden for eller har relation til sundhedssektoren. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for sundhedsaktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI World Health Care inkl. nettoudbytte i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Health Care Akk. gav i 1. halvår 2012 et afkast på 12,79%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 11,31% i samme periode. Afdelingen har således givet et højere afkast end sammenligningsgrundlaget, hvilket findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Health Care Akk. nettorenter og udbytter for i alt 6,6 mio. kr., og afdelingens nettokursavance udgjorde 83,7 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 82,3 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 723,9 mio. kr. i afdelingen, svarende til 139,16 kr. pr. andel.

Afdelingens merafkast i forhold til benchmark kan tilskrives afdelingens overvægt i undersektoren bioteknologi samt i aktievalget gennem halvåret. Undervægten i de store farmaceutiske selskaber udviklede sig neutralt, idet det var positivt i 1. kvartal, men negativt i 2. kvartal, hvor markedsnervøsiteten genopstod.

Gennem 1. halvår er vægten i undersektorerne bioteknologi og hospitalsudstyr blevet øget, mens andelen i farmaceutiske selskaber er blevet reduceret.

Den amerikanske højesterets afgørelse om, at Obama's sundhedsreform ikke er i strid med den amerikanske forfatning, er umiddelbart positivt for selskaberne i sundhedssektoren. Usikkerheden om det amerikanske præsidentvalg forventes imidlertid at udskyde effekten på aktiekurserne i sektoren.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 16,9% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

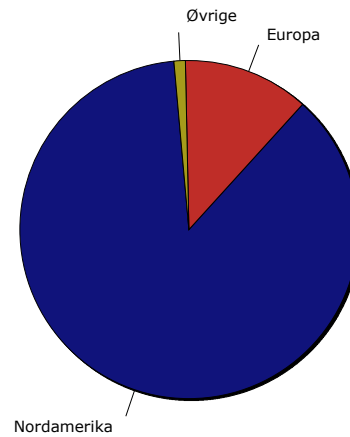
De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, sektorrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til sektoren Health Care, anses afdelingens markedsrisiko/sectorrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked generelt. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på flere lande, men afdelingen er meget eksponeret til det amerikanske aktiemarked.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Aktiemarkedene ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udover uro som følge af gældskrisen i Europa forventes det amerikanske præsidentvalg at skabe usikkerhed om de fremtidige sundhedsbudgetter i USA. Afdelingen ventes at kunne give et moderat positivt afkast i 2. halvår 2012.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	6.634	4.037
Kursgevinster og -tab	83.703	28.141
Administrationsomkostninger	-6.843	-5.999
Resultat før skat	83.494	26.179
Skat	-1.206	-476
Halvårets nettoresultat	82.288	25.703

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	20.285	31.611
Kapitalandele	700.093	620.595
Afledte finansielle instrumenter	35	0
Andre aktiver	9.697	1.258
Aktiver i alt	730.110	653.464
Passiver		
Medlemmernes formue	723.867	652.373
Anden gæld	6.243	1.091
Passiver i alt	730.110	653.464

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,1	94,8
Øvrige finansielle instrumenter	4,9	5,2
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	12,79	6,88	4,28	8,47	3,17	-13,97
Indre værdi pr. andel	139,16	123,38	120,38	110,78	87,43	88,82
Omkostningsprocent	1,01	1,95	0,96	1,06	0,93	0,94
Sharpe ratio	0,33	0,17	0,16	0,03	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	82.288	42.479	25.703	22.548	11.360	-77.834
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	723.867	652.373	650.233	441.348	327.968	574.813
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.202	5.288	5.401	3.984	3.751	6.471
ÅOP	-	2,62	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer globalt i aktier udstedt af selskaber, hvis virksomhed er inden for eller har relation til it, telekommunikations- og teknologisektoren. Investeringsstilen er passiv forvaltning, og afdelingen har siden ultimo marts 2012 været rådgivet af Nykredit Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der er på linje med udviklingen i markedet for teknologiaktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI World Information Technology indeks i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Teknologi gav i 1. halvår 2012 et afkast på 9,62%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 12,47% i samme periode. Afdelingen har således givet et afkast, der er lavere end sammenligningsgrundlaget, hvilket ikke findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Teknologi nettorenter og udbytter for i alt 0,4 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 7,2 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 7,2 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 44,5 mio. kr. i afdelingen, svarende til 126,48 kr. pr. andel.

Som følge af indløsning i afdelingen blev det besluttet at ændre investeringsstilen og at opsigte aftalen med den hidtidige investeringsrådgiver, MFS International, medio januar 2012. Bestyrelsen besluttede i stedet at indgå rådgivningsaftale med Nykredit Bank A/S og ændre investeringsstilen fra aktiv forvaltning til passiv forvaltning, hvor afdelingen skal søge at kopiere afkastet af benchmark. Endvidere blev aftalestrukturen ændret, hvor rådgivergebyret blev nedsat, og markedsføringsgebyret fjernet.

Afdelingen har søgt at kopiere benchmark i 1. halvår 2012. Da Apple har udgjort over 10% af benchmark, har det ikke været muligt helt at kopiere benchmark som følge af investeringsretningslinjerne. Apple udgjorde ultimo halvåret ca. 18% af benchmark. Da Apple steg ca. 48% i 1. halvår, medførte det, at afdelingen gav et lavere afkast end benchmark.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 23,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, sektorrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til sektoren teknologi, anses afdelingens markedsrisiko/sektorrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked generelt. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på flere lande, men afdelingen er meget eksponeret til USA.

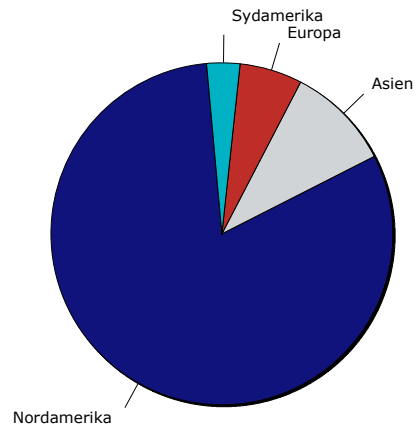
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det globale aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i markedet, ligesom indtjeningen i de store teknologiske virksomheder kan blive påvirket negativt.

Afdelingen vil i 2. halvår søge at kopiere afkastet af benchmark. Afdelingen ventes at kunne give et moderat positivt afkast i 2. halvår 2012.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	376	351
Kursgevinster og -tab	7.228	-4.570
Administrationsomkostninger	-326	-1.126
Resultat før skat	7.278	-5.345
Skat	-37	-97
Halvårets nettoresultat	7.241	-5.442

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	102	2.382
Kapitalandele	44.489	104.560
Andre aktiver	38	9
Aktiver i alt	44.629	106.951
Passiver		
Medlemmernes formue	44.500	106.778
Anden gæld	129	173
Passiver i alt	44.629	106.951

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	97,6
Øvrige finansielle instrumenter	0,6	2,4
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	9,62	0,12	-4,77	6,30	29,61	-0,28
Indre værdi pr. andel	126,48	118,27	112,49	105,46	79,17	99,72
A conto udlodning pr. andel	-	3,25	-	-	-	-
Omkostningsprocent	0,57	1,99	1,00	1,08	0,62	0,74
Sharpe ratio	0,19	0,10	0,06	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	7.242	-262	-5.442	4.121	19.037	-1.377
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	44.501	106.778	106.394	112.164	62.392	95.442
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	352	904	947	1.064	788	957
ÅOP	-	2,87	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer globalt i aktier udstedt af selskaber, hvis virksomhed er inden for eller har relation til it, telekommunikations- og teknologisektoren. Investeringsstilen er passiv forvaltning, og afdelingen har siden ultimo marts 2012 været rådgivet af Nykredit Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der er på linje med udviklingen i markedet for teknologiaktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI World Information Technology indeks i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Teknologi Akk. gav i 1. halvår 2012 et afkast på 9,63%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 12,47% i samme periode. Afdelingen har således givet et afkast, der er lavere end sammenligningsgrundlaget, hvilket ikke findes tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Teknologi Akk. nettoenter og udbytter for i alt 0,4 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 11,5 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 11,4 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 41,5 mio. kr. i afdelingen, svarende til 139,03 kr. pr. andel.

Som følge af indløsning i afdelingen blev det besluttet at ændre investeringsstilen og at opsigte aftalen med den hidtidige investeringsrådgiver, MFS International, medio januar 2012. Bestyrelsen besluttede i stedet at indgå rådgivningsaftale med Nykredit Bank A/S og ændre investeringsstilen fra aktiv forvaltning til passiv forvaltning, hvor afdelingen skal søge at kopiere afkastet af benchmark. Endvidere blev aftalestrukturen ændret, hvor rådgivergebyret blev nedsat, og markedsføringsgebyret fjernet.

Afdelingen har søgt at kopiere benchmark i 1. halvår 2012. Da Apple har udgjort over 10% af benchmark, har det ikke været muligt helt at kopiere benchmark som følge af investeringsretningslinjerne. Apple udgjorde ultimo halvåret ca. 18% af benchmark. Da Apple steg ca. 48% i 1. halvår, medførte det, at afdelingen gav et lavere afkast end benchmark.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har de seneste 5 år været 22,9% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, sektorrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til sektoren teknologi, anses afdelingens markedsrisiko/sektorrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked generelt. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på flere lande, men afdelingen er meget eksponeret til USA.

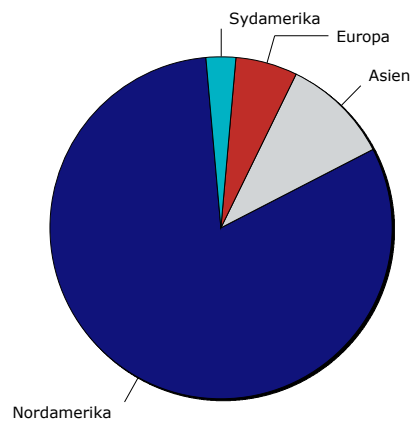
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Det globale aktiemarked ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i markedet, ligesom indtjeningen i de store teknologiske virksomheder kan blive påvirket negativt.

Afdelingen vil i 2. halvår søge at kopiere afkastet af benchmark. Afdelingen ventes at kunne give et moderat positivt afkast i 2. halvår 2012.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	378	934
Kursgevinster og -tab	11.495	-12.407
Administrationsomkostninger	-428	-2.746
Resultat før skat	11.445	-14.219
Skat	-18	-254
Halvårets nettoresultat	11.427	-14.473

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	18	6.013
Kapitalandele	41.621	254.092
Andre aktiver	32	22
Aktiver i alt	41.671	260.127
Passiver		
Medlemmernes formue	41.535	259.734
Anden gæld	136	393
Passiver i alt	41.671	260.127

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	97,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	2,5
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent	9,63	0,45	-4,73	6,57	29,83	-0,31
Indre værdi pr. andel	139,03	126,82	120,28	104,89	78,77	99,69
Omkostningsprocent	0,66	1,86	0,92	0,95	0,71	0,65
Sharpe ratio	0,18	0,09	0,05	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	11.427	-969	-14.473	12.229	47.762	-2.349
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	41.535	259.734	297.648	282.800	135.350	152.113
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	299	2.047	2.474	2.696	1.718	1.526
ÅOP	-	2,54	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af selskaber hjemhørende i lande inkluderet i MSCI Pacific ex Japan, hvilket vil sige Australien, New Zealand, Singapore og Hong Kong (Kina). Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Fidelity International.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for Pacific aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Pacific ex Japan indeks i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Pacific gav i 1. halvår 2012 afkast på 5,28%. Afkastet var lavere end afdelingernes benchmark, MSCI Pacific ex Japan index, der i samme periode gav et afkast på 8,28%. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Pacific nettorenter og udbytter for i alt 2,2 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 5,6 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 6,5 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 89,4 mio. kr. i afdelingen, svarende til 94,52 kr. pr. andel.

Afdelingen gav et lavere afkast end benchmark i halvåret som følge af en undervægt i den finansielle sektor og af aktievalget i sektoren varige forbrugsgoder. Især forholdet, at afdelingen ikke ejede Westpac Banking og Westfield Group, dæmpede afdelingens relative afkast. Omvendt hjalp undervægten i mineindustrien samt en overvægt i Tencent Holding afdelingens afkast i halvåret.

I 1. halvår har afdelingen fastholdt en overvægt i informationsteknologi, mens undervægten i den finansielle sektor er blevet nedbragt ved opkøb i det Hong Kong baserede selskab Wharf Holding. Eksponeringen til minesektoren blev reduceret som følge af svag udvikling i verdensøkonomien i halvåret.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste 5 år været 25,4% p.a., svarende til risikoniveau 7 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til Pacific-regionen, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på en række selskaber fordelt på de 4 lande og på mange brancher.

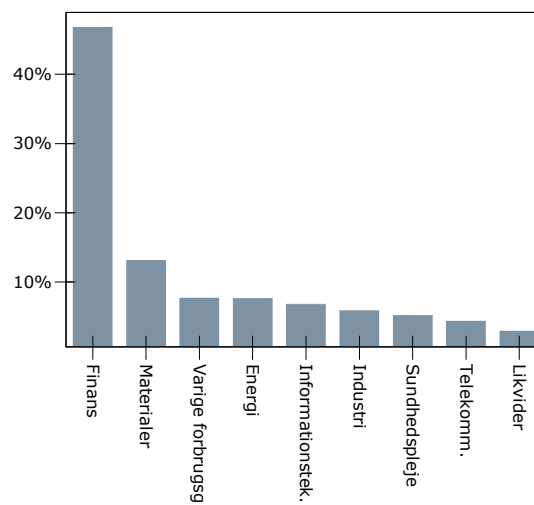
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

De asiatiske aktiemarkeder ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitæt i markedet. Omvendt vurderes de asiatiske økonomier at fastholde en fornuftig vækst, hjulpet af sunde offentlige og private balancer.

Da asiatiske aktier anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive positiv i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af stor usikkerhed.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	2.172	2.965
Kursgevinster og -tab	5.587	-14.613
Administrationsomkostninger	-1.166	-1.543
Resultat før skat	6.593	-13.191
Skat	-95	-33
Halvårets nettoresultat	6.498	-13.224

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	2.129	1.304
Kapitalandele	87.327	106.297
Andre aktiver	646	1.276
Aktiver i alt	90.102	108.877
Passiver		
Medlemmernes formue	89.401	107.822
Anden gæld	701	1.055
Passiver i alt	90.102	108.877

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,2	96,7
Øvrige finansielle instrumenter	3,8	3,3
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009
Periodens afkast i procent	5,28	-15,78	-8,63	2,26	33,85
Indre værdi pr. andel	94,52	110,28	119,64	165,30	133,85
A conto udlodning pr. andel	-	22,50	-	-	-
Omkostningsprocent	1,13	2,02	1,02	0,99	0,70
Sharpe ratio	0,99	-	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	6.501	-22.263	-13.224	6.710	54.188
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	89.404	107.822	121.882	264.974	194.532
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	946	978	1.019	1.603	1.453
ÅOP	-	2,81	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier udstedt af selskaber hjemhørende i lande inkluderet i MSCI Pacific ex Japan, hvilket vil sige Australien, New Zealand, Singapore og Hong Kong (Kina). Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Fidelity International.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for Pacific aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Pacific ex Japan indeks i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Pacific Akk. gav i 1. halvår 2012 afkast på 5,73%. Afkastet var lavere end afdelingens benchmark, MSCI Pacific ex Japan index, der i samme periode gav et afkast på 8,28%. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Pacific Akk. nettorenter og udbytter for i alt 4,5 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 8,8 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 10,9 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 209,9 mio. kr. i afdelingen, svarende til 192,68 kr. pr. andel.

Afdelingen gav et lavere afkast end benchmark i halvåret som følge af en undervægt i den finansielle sektor og af aktievalget i sektoren varige forbrugsgoder. Især forholdet, at afdelingen ikke ejede Westpac Banking og Westfield Group, dæmpede afdelingens relative afkast. Omvendt hjalp undervægten i mineindustrien samt en overvægt i Tencent Holding afdelingens afkast i halvåret.

I 1. halvår har afdelingen fastholdt en overvægt i informationsteknologi, mens undervægten i den finansielle sektor er blevet nedbragt ved opkøb i det Hong Kong baserede selskab Wharf Holding. Eksponeringen til minesektoren blev reduceret som følge af svag udvikling i verdensøkonomien i halvåret.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste 5 år været 25,4% p.a., svarende til risikoniveau 7 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til Pacific-regionen, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på en række selskaber fordelt på de 4 lande og på mange brancher.

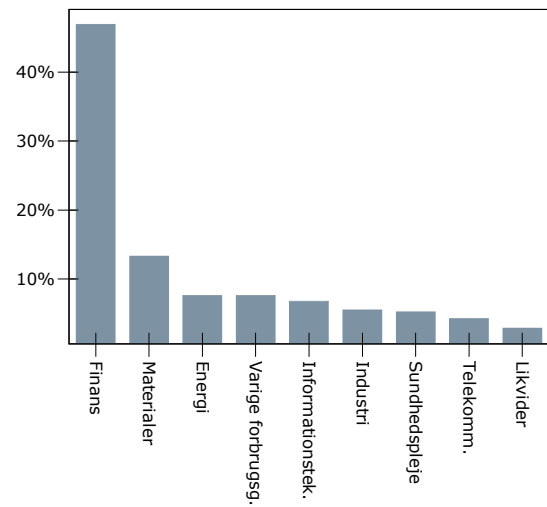
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

De asiatiske aktiemarkeder ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes at skabe nervøsitet i markedet. Omvendt vurderes de asiatiske økonomier at fastholde en fornuftig vækst, hjulpet af sunde offentlige og private balancer.

Da asiatiske aktier anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive positiv i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af stor usikkerhed.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	4.471	4.660
Kursgevinster og -tab	8.804	-21.952
Administrationsomkostninger	-2.114	-2.215
Resultat før skat	11.161	-19.507
Skat	-230	-58
Halvårets nettoresultat	10.931	-19.565

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	5.038	2.511
Kapitalandele	204.853	191.236
Andre aktiver	1.546	2.260
Aktiver i alt	211.437	196.007
Passiver		
Medlemmernes formue	209.896	193.990
Anden gæld	1.541	2.017
Passiver i alt	211.437	196.007

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,2	96,6
Øvrige finansielle instrumenter	3,8	3,4
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009
Periodens afkast i procent	5,73	-15,25	-8,26	2,15	34,56
Indre værdi pr. andel	192,68	182,24	197,28	184,37	134,56
Omkostningsprocent	1,01	1,91	0,94	0,93	0,62
Sharpe ratio	1,02	-	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	10.933	-35.485	-19.565	6.565	69.952
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	209.898	193.990	239.962	337.322	205.835
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.089	1.065	1.217	1.830	1.530
ÅOP	-	2,58	-	-	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i et bredt udsnit af statsobligationer udstedt i lokal valuta i Emerging Markets. Investeringsuniverset omfatter ca. 60 lande. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Investec Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets obligationer målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er JP Morgan GBI-EM Diversified Composite Unhedged DKK indeks.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor middel risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Nye Obligationmarkeder gav i 1. halvår 2012 afkast på 8,22%. Afkastet var lavere end afdelingens benchmark, JPMorgan Government Bond Index – Emerging Markets Global Diversified DKK Unhedged, der i samme periode gav et afkast på 9,47%. Det relative afkast findes ikke tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Nye Obligationmarkeder nettorenter og udbytter for i alt 16,3 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 32,9 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 44,6 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 585,8 mio. kr. i afdelingen, svarende til 105,76 kr. pr. andel.

Aktivklassen gav et bedre afkast end ventet i 1. halvår, da de fundamentale forhold i mange udviklingslande blev forbedret, ligesom pengepolitikken i flere lande begyndte at blive løsnet.

Afdelingens afkast blev lavere end benchmark som følge af en undervægt til lokal valuta i januar og en overvægtet position i maj. Derimod havde afdelingen gavn af valutavalget i halvåret, idet afdelingen var undervægtet i israelske shekel, som udviklede sig svagt pga. faldende vækst i den israelske økonomi og øgede geopolitiske spændinger i Mellemøsten.

Afdelingen fik i 1. halvår fordel af obligationsvalget, idet afdelingen har haft undervægt i asiatiske obligationer. Derudover fik afdelingen et positivt bidrag fra positioner i emerging markets erhvervsobligationer i perioden.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste 5 år været 9,6% p.a., svarende til risikoniveau 4 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende middel.

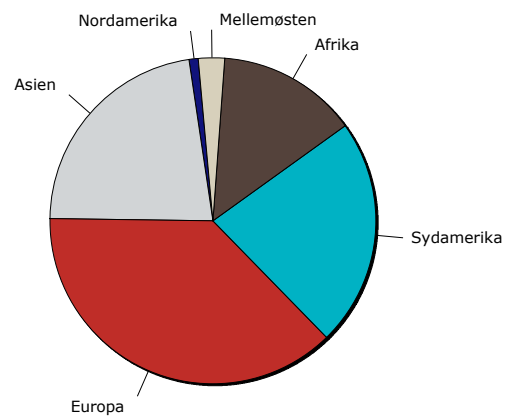
De primære risikofaktorer i afdelingen er kreditrisikoen, den politiske risiko, renterisikoen og valutarisikoen. Kreditrisikoen og den politiske risiko søges nedbragt ved spredning på mange lande. Afdelingen søger at opnå merafkast ved at eksponere afdelingen til renterisiko i de enkelte lande i investeringsuniverset samt valutarisiko uafhængigt af hinanden.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

De sunde offentlige og private balancer i mange emerging markets lande ventes sammen med en faldende inflation at understøtte obligationsmarkederne i udviklingslandene. Internationale investorer efterspørgsel efter renteafkast ventes tillige at skabe et positivt marked for emerging markets obligationer i 2. halvår. På den baggrund ventes et positivt afkast i afdelingen i 2. halvår 2012.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Nye obligationsmarkeder lokal valuta

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	16.258	19.473
Kursgevinster og -tab	32.927	-27.827
Administrationsomkostninger	-3.888	-4.922
Resultat før skat	45.297	-13.276
Skat	-659	-478
Halvårets nettoresultat	44.638	-13.754

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	2.296	35.992
Obligationer	545.463	495.454
Kapitalandele	35.663	12.370
Afledte finansielle instrumenter	6.050	9.831
Andre aktiver	29.236	9.392
Aktiver i alt	618.708	563.039
Passiver		
Medlemmernes formue	585.786	552.253
Afledte finansielle instrumenter	7.466	9.835
Anden gæld	25.456	951
Passiver i alt	618.708	563.039

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	74,8	76,8
Øvrige finansielle instrumenter	25,2	23,2
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011
Periodens afkast i procent	8,22	-1,15	-2,19
Indre værdi pr. andel	105,76	97,72	96,40
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-
Omkostningsprocent	0,67	1,68	0,81
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	44.637	-7.552	-13.754
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	585.785	552.253	629.608
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.539	5.651	6.531
ÅOP	-	2,10	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i et bredt udsnit af statsobligationer udstedt i lokal valuta i Emerging Markets. Investeringsuniverset omfatter ca. 60 lande. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Investec Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets obligationer målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er JP Morgan GBI-EM Diversified Composite Unhedged DKK indeks.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor middel risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Nye Obligationer Akk. gav i 1. halvår 2012 afkast på 8,06%. Afkastet var lavere end afdelingens benchmark, JPMorgan Government Bond Index – Emerging Markets Global Diversified DKK Unhedged, der i samme periode gav et afkast på 9,47%. Det relative afkast findes ikke tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Nye Obligationer Akk. nettorenter og udbytter for i alt 33,7 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 70,1 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 93,5 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 1.276,5 mio. kr. i afdelingen, svarende til 106,32 kr. pr. andel.

Aktivklassen gav et bedre afkast end ventet i 1. halvår, da de fundamentale forhold i mange udviklingslande blev forbedret, ligesom pengepolitikken i flere lande begyndte at blive løsnet.

Afdelingens afkast blev lavere end benchmark som følge af en undervægt til lokal valuta i januar og en overvægtet position i maj. Derimod havde afdelingen gavn af valutavalget i halvåret, idet afdelingen var undervægtet i israelske shekel, som udviklede sig svagt pga. faldende vækst i den israelske økonomi og øgede geopolitiske spændinger i Mellemøsten.

Afdelingen fik i 1. halvår fordel af obligationsvalget, idet afdelingen har haft undervægt i asiatiske obligationer. Derudover fik afdelingen et positivt bidrag fra positioner i emerging markets erhvervsobligationer i perioden.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste 5 år været 9,6% p.a., svarende til risikoniveau 4 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende middel.

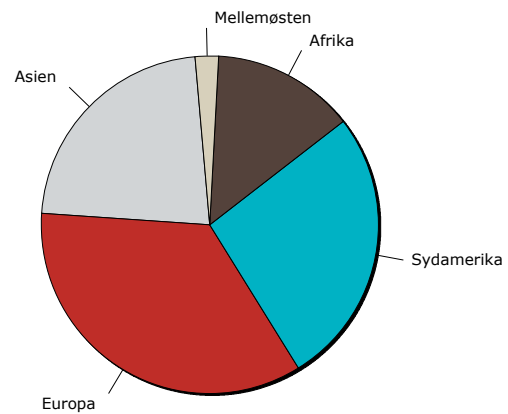
De primære risikofaktorer i afdelingen er kreditrisikoen, den politiske risiko, renterisikoen og valutarisikoen. Kreditrisikoen og den politiske risiko søges nedbragt ved spredning på mange lande. Afdelingen søger at opnå merafkast ved at eksponere afdelingen til renterisiko i de enkelte lande i investeringsuniverset samt valutarisiko uafhængigt af hinanden.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

De sunde offentlige og private balancer i mange emerging markets lande ventes sammen med en faldende inflation at understøtte obligationsmarkederne i udviklingslandene. Internationale investorer efterspørgsel efter renteafkast ventes tillige at skabe et positivt marked for emerging markets obligationer i 2. halvår. På den baggrund ventes et positivt afkast i afdelingen i 2. halvår 2012.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	33.747	30.709
Kursgevinster og -tab	70.077	-41.590
Administrationsomkostninger	-8.302	-7.602
Resultat før skat	95.522	-18.483
Skat	-2.006	-719
Halvårets nettoresultat	93.516	-19.202

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	3.285	72.724
Obligationer	1.198.177	1.046.281
Kapitalandele	67.849	18.431
Afledte finansielle instrumenter	13.260	15.356
Andre aktiver	61.165	18.343
Aktiver i alt	1.343.736	1.171.135

Passiver		
Medlemmernes formue	1.276.499	1.152.037
Afledte finansielle instrumenter	11.782	17.257
Anden gæld	55.455	1.841
Passiver i alt	1.343.736	1.171.135

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	73,9	74,9
Øvrige finansielle instrumenter	26,1	25,1
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011
Periodens afkast i procent	8,06	-1,36	-2,07
Indre værdi pr. andel	106,32	98,39	97,22
Omkostningsprocent	0,67	1,69	0,81
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	93.516	-6.497	-19.202
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.276.499	1.152.037	964.573
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	12.006	11.709	9.922
ÅOP	-	2,10	-

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i emerging markets aktier. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Wells Capital Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Emerging Markets indeks i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Nye Aktiemarkeder gav i 1. halvår 2012 afkast på 3,04%. Afkastet var lavere end afdelingens benchmark, MSCI EMF index, der i samme periode gav et afkast på 6,34%. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Nye Aktiemarkeder nettorenter og udbytter for i alt 3,2 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 4,6 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 5,4 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 228,3 mio. kr. i afdelingen, svarende til 95,55 kr. pr. andel.

Kursudviklingen i emerging markets aktier har i 1. halvår været dæmpet af svagere økonomisk vækst globalt, ligesom svækkelse af brasilianske real og indiske rupee har reduceret afkastet i aktivklassen.

Markedsudviklingen i 1. halvår har været påvirket af, at investorerne i stigende grad har søgt mod de samme defensive sektorer som stabile forbrugsgoder og sundhed samt mod mindre og illikvide markeder. Da afdelingens investeringsstil er baseret på value og ikke momentum, har udviklingen i markedet medført et lavere afkast end markedet generelt i 1. halvår.

Der har i 1. halvår ikke været væsentlige ændringer i sektor- eller landeallokeringen i afdelingen.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste 5 år været 25,4% p.a., svarende til risikoniveau 7 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, politisk risiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Udover spredning på mange markeder søges markedsrisikoen og den politiske risiko ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Valutakursrisiko søges alene begrænset i afdelingen med spredning på mange markeder. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på en række selskaber fordelt på mange lande og brancher.

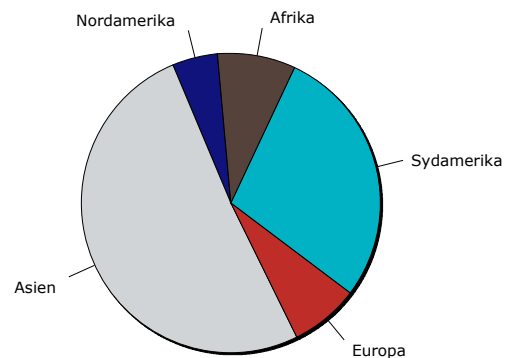
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Aktiemarkederne i emerging markets landene ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes fortsat at skabe nervøsitet i markedet. Omvendt vurderes økonomierne i udviklingslandene at fastholde en fornuftig vækst, hjulpet af sunde offentlige og private balancer.

Da aktierne i emerging markets landene anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive positivt i 2. halvår. Skønnet er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	3.205	577
Kursgevinster og -tab	4.563	2.835
Administrationsomkostninger	-2.073	-349
Resultat før skat	5.695	3.063
Skat	-341	-88
Halvårets nettoresultat	5.354	2.975

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	10.506	6.375
Kapitalandele	217.997	196.813
Andre aktiver	686	206
Aktiver i alt	229.189	203.394
Passiver		
Medlemmernes formue	228.284	203.039
Anden gæld	905	355
Passiver i alt	229.189	203.394

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,7	96,6
Øvrige finansielle instrumenter	5,3	3,4
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

*) Afdelingen har været aktiv fra 7. juni 2011.

Nøgletal	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011*
Periodens afkast i procent	3,04	-7,27	0,56
Indre værdi pr. andel	95,55	92,73	100,56
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-
Omkostningsprocent	0,92	1,20	0,14
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	5.353	-18.315	2.975
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	228.283	203.039	252.979
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.390	2.189	2.516
ÅOP	-	2,65	-

*) Afdelingen har været aktiv fra 7. juni 2011.

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i emerging markets aktier. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Wells Capital Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Emerging Markets indeks i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i halvåret

Afdeling Nye Aktiemarkeder Akk. gav i 1. halvår 2012 afkast på 2,16%. Afkastet var lavere end afdelingens benchmark, MSCI EMF index, der i samme periode gav et afkast på 6,34%. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

I 1. halvår 2012 indtjente afdeling Nye Aktiemarkeder Akk. nettorenter og udbytter for i alt 8,1 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 7,1 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på -5,4 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 605,3 mio. kr. i afdelingen, svarende til 95,67 kr. pr. andel.

Kursudviklingen i emerging markets aktier har i 1. halvår været dæmpet af svagere økonomisk vækst globalt, ligesom svækkelse af brasilianske real og indiske rupee har reduceret afkastet i aktivklassen.

Markedsudviklingen i 1. halvår har været påvirket af, at investorerne i stigende grad har søgt mod de samme defensive sektorer som stabile forbrugsgoder og sundhed samt mod mindre og illikvide markeder. Da afdelingens investeringsstil er baseret på value og ikke momentum, har udviklingen i markedet medført et lavere afkast i afdelingen end markedet generelt i 1. halvår.

Der har i 1. halvår ikke været væsentlige ændringer i sektor- eller landeallokeringen i afdelingen.

Risici i afdelingen

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste 5 år været 25,4% p.a., svarende til risikoniveau 7 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, politisk risiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Udover spredning på mange markeder søges markedsrisikoen og den politiske risiko ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Valutakursrisiko søges alene begrænset i afdelingen med spredning på mange markeder. Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på en række selskaber fordelt på mange lande og brancher.

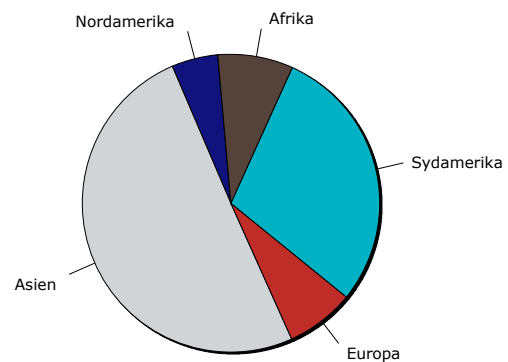
For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet om risiko i foreningens årsberetning for 2011.

Forventninger

Aktiemarkederne i emerging markets landene ventes i 2. halvår at blive præget af stor usikkerhed med kursudsving til følge. Udviklingen i euro-området skønnes fortsat at skabe nervøsitet i markedet. Omvendt vurderes økonomierne i udviklingslandene at fastholde en fornuftig vækst, hjulpet af sunde offentlige og private balancer.

Da aktierne i emerging markets landene anses som attraktivt værdiansatte, skønnes afkastet i afdelingen at blive positivt i 2. halvår. Skønnet er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed.

Regionsfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Renter og udbytter	8.079	1.192
Kursgevinster og -tab	-7.128	4.493
Administrationsomkostninger	-5.548	-568
Resultat før skat	-4.597	5.117
Skat	-769	-182
Halvårets nettoresultat	-5.366	4.935

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2012	31. dec. 2011
Aktiver		
Likvide midler	20.763	16.899
Kapitalandele	583.883	375.029
Andre aktiver	6.626	1.224
Aktiver i alt	611.272	393.152
Passiver		
Medlemmernes formue	605.279	392.482
Anden gæld	5.993	670
Passiver i alt	611.272	393.152

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,6	95,2
Øvrige finansielle instrumenter	5,4	4,8
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

*) Afdelingen har været aktiv fra 7. juni 2011.

Nøgletal	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011*
Periodens afkast i procent	2,16	-6,36	1,06
Indre værdi pr. andel	95,67	93,64	101,06
Omkostningsprocent	0,94	1,16	0,12
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	-5.367	-26.900	4.935
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	605.278	392.482	462.042
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	6.327	4.192	4.572
ÅOP	-	2,22	-

*) Afdelingen har været aktiv fra 7. juni 2011.

Afdelingsberetning

Nedenstående afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer primært i europæiske erhvervsobligationer. Kreditvurderingen af de erhvervede obligationer vil primært være det såkaldte "investment grade" svarende til Standard & Poor's rating på BBB- eller bedre. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Standard Life Investments Ltd.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for europæiske erhvervsobligationer målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er BofA Merrill Lynch EMU Corporates BBB-A indeks i kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor middel risiko kan accepteres.

Afdelingen startede 17. januar 2012.

Udvikling i halvåret

Afdeling Virksomhedsobligationer gav i perioden 17. januar – 30. juni 2012 et afkast på 4,80%. Afkastet var en anelse bedre end afdelingernes benchmark, BofA Merrill Lynch EMU Corporates BBB-A indeks, der i samme periode gav et afkast på 4,70%. Afkastet findes tilfredsstillende.

I perioden 17. januar – 30. juni 2012 indtjente afdelingen nettorenter og udbytter for i alt 11,4 mio. kr., og afdelingens nettokursgevinst udgjorde 13,7 mio. kr. Afdelingens nettoresultat blev på 22,5 mio. kr. Ultimo juni 2012 udgjorde den samlede formue 610,7 mio. kr. i afdelingen, svarende til 104,80 kr. pr. andel.

Afdelingen gav i 1. kvartal et merafkast i forhold til benchmark som følge af positioner i high yield segmentet samt tier two bankudstedelser. Undervægt i udstedelser fra sydeuropæiske lande hjalp tillige det relative afkast.

I marts blev der taget risiko ud af afdelingens portefølje ved salg af cykliske udstedere, obligationer fra randstaterne samt udvalgte bankobligationer. I stedet blev investeret i lange obligationer udstedt af forsikringsselskaber samt i obligationer udstedt af finansielt stærke selskaber som Caterpillar, Hutchison Whampoa, VW og BHP Billiton.

Ultimo halvåret var afdelingen undervægtet i obligationer udstedt af sydeuropæiske udstedere. Afdelingen har i stedet taget en risiko i cykliske kvalitetselskaber og stærke europæiske og amerikanske finansielle selskaber.

Risici i afdelingen

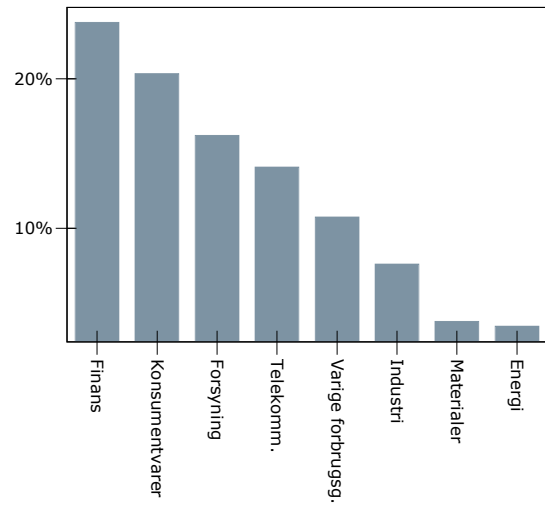
Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdelingens ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste 5 år været 4,1% p.a., svarende til risikoniveau 3 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende middel.

De primære risici i afdelingen er kreditrisiko og renterisiko. Valutakursrisikoen anses som begrænset ved, at afdelingen primært investerer i euro-denominerede obligationer og anvender valutakurssikring ved væsentlige investeringer i andre valutaer. Kreditrisikoen begrænses ved at sprede investeringerne på mange udstedelser fordelt på lande, brancher og selskaber. Markedet er dog domineret af udstedelser i finanssektoren. Renterisikoen i afdelingen søges holdt på niveau med benchmark, hvilket medfører, at renterisikoen typisk vil ligge omkring 4 år målt ved korrigeret varighed.

Forventninger

Usikkerheden vedrørende den økonomiske situation i Europa forventes at fortsætte i 2. halvår. Rentniveauet forventes at forblive lavt, ligesom det vurderes, at der ikke vil ske store ændringer i kreditspændet. På den baggrund skønnes afdelingen at levere et moderat positivt afkast i 2. halvår.

Sektorfordeling



Specifikation af værdipapirbeholdningen kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigter kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Virksomhedsobligationer

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

1. halvår
2012*

Renter og udbytter	11.405
Kursgevinster og -tab	13.749
Administrationsomkostninger	-2.624
Resultat før skat	22.530
Skat	-52
Halvårets nettoresultat	22.478

Balance i 1.000 kr.

30. juni
2012

Aktiver

Likvide midler	-573
Obligationer	600.937
Afledte finansielle instrumenter	130
Andre aktiver	12.986
Aktiver i alt	613.480

Passiver

Medlemmernes formue	610.655
Afledte finansielle instrumenter	510
Anden gæld	2.315
Passiver i alt	613.480

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	97,5
Øvrige finansielle instrumenter	2,5

Finansielle instrumenter i procent

100,0

*) Afdelingen har været aktiv fra 17. januar 2012.

Nøgletal

1. halvår
2012*

Periodens afkast i procent	4,80
Indre værdi pr. andel	104,80
A conto udlodning pr. andel	-
Omkostningsprocent	0,47
Sharpe ratio	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)	22.478
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	610.655
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.827
ÅOP	-

*) Afdelingen har været aktiv fra 17. januar 2012.

Anvendt regnskabspraksis

Generelt

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten 2011. Årsrapporten 2011 indeholder den fulde beskrivelse af anvendt regnskabspraksis, hvortil der henvises.

Der er ikke foretaget review eller revision af halvårsrapporten.

Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta uden decimaler. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren. Tal, der i regnskabet er anført med "-", betyder, at det reelle tal for denne regnskabspost er 0,00 i afdelingens funktionelle valuta, mens anførelse af "0" betyder, at der for denne regnskabspost er et tal mellem 0,01 og 499,99 i afdelingens funktionelle valuta, der således er blevet afrundet til "0".

Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. samt retningslinjer fra InvesteringsForeningsRådet.

Der er ingen ændringer i beregningsprincipper i forhold til årsrapporten 2011.

Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i halvåret. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo perioden med korrektion for evt. udlodning til medlemmerne i året.

Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som medlemmernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo halvåret.

Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for halvåret divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsperioden.

Sharpe ratio

Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60-måneders periode.

ÅOP

Årlige omkostninger i procent er et udtryk for summen af administrationsomkostninger i procent, direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent, samt (maksimalt emissionstillæg i procent plus maksimalt indløsningsfradrag i procent) delt med 7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont. Til beregningen af ÅOP anvendes en gennemsnitsformue opgjort som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsåret. ÅOP opgøres på årsbasis.

Hoved- og nøgletaloversigt	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Periodens afkast i procent						
USA	6,83	1,52	-3,29	8,84	-1,84	-16,39
USA Akk.	6,67	1,54	-3,45	8,77	-1,11	-15,34
Europa	7,53	-10,36	1,29	-3,01	-0,73	-16,11
Europa Akk.	7,54	-10,13	1,23	-2,74	-0,34	-16,13
Japan	1,56	-10,48	-11,30	10,92	3,97	-14,06
Japan Akk.	1,93	-9,67	-10,70	11,61	4,11	-13,87
Health Care	12,58	6,88	4,17	8,46	3,89	-13,95
Health Care Akk.	12,79	6,88	4,28	8,47	3,17	-13,97
Teknologi	9,62	0,12	-4,77	6,30	29,61	-0,28
Teknologi Akk.	9,63	0,45	-4,73	6,57	29,83	-0,31
Pacific	5,28	-15,78	-8,63	2,26	33,85	-
Pacific Akk.	5,73	-15,25	-8,26	2,15	34,56	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	8,22	-1,15	-2,19	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	8,06	-1,36	-2,07	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	3,04	-7,27	0,56	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	2,16	-6,36	1,06	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾	4,80	-	-	-	-	-
Indre værdi pr. andel						
USA	96,03	89,89	85,64	78,45	61,92	83,63
USA Akk.	99,91	93,66	89,06	81,84	65,15	84,59
Europa	65,64	62,41	70,52	59,93	51,00	84,71
Europa Akk.	74,34	69,12	77,86	66,34	55,44	88,79
Japan	57,46	56,58	56,06	58,13	51,37	65,98
Japan Akk.	59,26	58,14	57,47	58,98	50,89	65,47
Health Care	127,48	116,97	114,01	111,87	88,11	88,53
Health Care Akk.	139,16	123,38	120,38	110,78	87,43	88,82
Teknologi	126,48	118,27	112,49	105,46	79,17	99,72
Teknologi Akk.	139,03	126,82	120,28	104,89	78,77	99,69
Pacific	94,52	110,28	119,64	165,30	133,85	-
Pacific Akk.	192,68	182,24	197,28	184,37	134,56	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	105,76	97,72	96,40	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	106,32	98,39	97,22	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	95,55	92,73	100,56	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	95,67	93,64	101,06	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾	104,80	-	-	-	-	-

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
A conto udlodning pr. andel (i kr.)						
USA		0,00	-	-	-	-
USA Akk.		-	-	-	-	-
Europa		1,50	-	-	-	-
Europa Akk.		-	-	-	-	-
Japan		0,00	-	-	-	-
Japan Akk.		-	-	-	-	-
Health Care		4,00	-	-	-	-
Health Care Akk.		-	-	-	-	-
Teknologi		3,25	-	-	-	-
Teknologi Akk.		-	-	-	-	-
Pacific		22,50	-	-	-	-
Pacific Akk.		-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta		0,00	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.		-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾		0,00	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾		-	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾		0,00	-	-	-	-
Omkostningsprocent						
USA	0,75	1,63	0,81	0,85	0,80	0,87
USA Akk.	0,74	1,63	0,80	0,81	0,84	0,87
Europa	0,84	1,78	0,87	0,92	0,81	1,07
Europa Akk.	0,80	1,77	0,86	0,89	0,84	0,98
Japan	0,93	2,01	1,01	1,14	0,90	1,00
Japan Akk.	0,91	1,91	0,94	0,98	0,91	0,99
Health Care	1,06	2,04	1,01	1,23	0,97	0,99
Health Care Akk.	1,01	1,95	0,96	1,06	0,93	0,94
Teknologi	0,57	1,99	1,00	1,08	0,62	0,74
Teknologi Akk.	0,66	1,86	0,92	0,95	0,71	0,65
Pacific	1,13	2,02	1,02	0,99	0,70	-
Pacific Akk.	1,01	1,91	0,94	0,93	0,62	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	0,67	1,68	0,81	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	0,67	1,69	0,81	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	0,92	1,20	0,14	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	0,94	1,16	0,12	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾	0,47	-	-	-	-	-

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Sharpe ratio						
USA	-0,23	-0,29	0,01	-0,41	-1,00	-
USA Akk.	-0,21	-0,26	-0,05	-0,40	-0,96	-
Europa	-0,57	-0,58	-0,34	-0,59	-1,02	-
Europa Akk.	-0,57	-0,58	-0,34	-0,58	-1,02	-
Japan	-0,59	-0,62	-0,67	-0,77	-1,22	-
Japan Akk.	-0,57	-0,60	-0,66	-0,77	-1,22	-
Health Care	0,34	0,18	0,17	0,05	-	-
Health Care Akk.	0,33	0,17	0,16	0,03	-	-
Teknologi	0,19	0,10	0,06	-	-	-
Teknologi Akk.	0,18	0,09	0,05	-	-	-
Pacific	0,99	-	-	-	-	-
Pacific Akk.	1,02	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	-	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	-	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	-	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	-	-	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾	-	-	-	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)						
USA	62.794	-12.229	-42.073	22.252	-4.331	-52.037
USA Akk.	161.672	23.087	-83.629	60.011	-7.336	-66.376
Europa	38.096	-64.094	6.005	-15.518	-2.313	-52.380
Europa Akk.	101.460	-145.047	14.424	-30.381	-701	-91.874
Japan	2.730	-15.108	-16.012	9.300	6.263	-34.636
Japan Akk.	6.340	-29.135	-34.890	24.454	14.814	-53.339
Health Care	27.121	14.183	9.192	9.797	6.942	-41.403
Health Care Akk.	82.288	42.479	25.703	22.548	11.360	-77.834
Teknologi	7.241	-262	-5.442	4.121	19.037	-1.377
Teknologi Akk.	11.427	-969	-14.473	12.229	47.762	-2.349
Pacific	6.498	-22.263	-13.224	6.710	54.188	-
Pacific Akk.	10.931	-35.485	-19.565	6.565	69.952	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	44.638	-7.552	-13.754	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	93.516	-6.497	-19.202	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	5.354	-18.315	2.975	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	-5.366	-26.900	4.935	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾	22.478	-	-	-	-	-

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)						
USA	1.005.756	921.726	1.132.970	799.080	290.603	277.072
USA Akk.	2.770.848	2.399.344	2.454.863	1.804.614	698.225	419.387
Europa	577.077	491.774	602.289	550.174	224.826	288.520
Europa Akk.	1.600.974	1.267.045	1.263.892	1.187.559	526.909	527.867
Japan	148.379	159.684	171.842	158.706	105.507	221.698
Japan Akk.	361.919	345.620	393.348	350.776	174.946	355.445
Health Care	237.136	221.940	232.118	174.843	154.498	283.514
Health Care Akk.	723.867	652.373	650.233	441.348	327.968	574.813
Teknologi	44.500	106.778	106.394	112.164	62.392	95.442
Teknologi Akk.	41.535	259.734	297.648	282.800	135.350	152.113
Pacific	89.401	107.822	121.882	264.974	194.532	-
Pacific Akk.	209.896	193.990	239.962	337.322	205.835	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	585.786	552.253	629.608	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	1.276.499	1.152.037	964.573	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	228.284	203.039	252.979	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	605.279	392.482	462.042	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾	610.655	-	-	-	-	-
Andele ultimo (i 1.000 stk.)						
USA	10.473	10.253	13.230	10.186	4.694	3.313
USA Akk.	27.735	25.617	27.563	22.050	10.717	4.958
Europa	8.791	7.879	8.539	9.181	4.409	3.406
Europa Akk.	21.537	18.330	16.234	17.900	9.504	5.945
Japan	2.582	2.823	3.066	2.730	2.054	3.360
Japan Akk.	6.108	5.945	6.844	5.947	3.438	5.429
Health Care	1.860	1.897	2.036	1.563	1.753	3.202
Health Care Akk.	5.202	5.288	5.401	3.984	3.751	6.471
Teknologi	352	904	947	1.064	788	957
Teknologi Akk.	299	2.047	2.474	2.696	1.718	1.526
Pacific	946	978	1.019	1.603	1.453	-
Pacific Akk.	1.089	1.065	1.217	1.830	1.530	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	5.539	5.651	6.531	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	12.006	11.709	9.922	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾	2.390	2.189	2.516	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾	6.327	4.192	4.572	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾	5.827	-	-	-	-	-

	1. halvår 2012	2011	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2008
ÅOP						
USA		2,03	-	-	-	-
USA Akk.		2,00	-	-	-	-
Europa		2,82	-	-	-	-
Europa Akk.		2,79	-	-	-	-
Japan		2,86	-	-	-	-
Japan Akk.		2,55	-	-	-	-
Health Care		2,90	-	-	-	-
Health Care Akk.		2,62	-	-	-	-
Teknologi		2,87	-	-	-	-
Teknologi Akk.		2,54	-	-	-	-
Pacific		2,81	-	-	-	-
Pacific Akk.		2,58	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta		2,10	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.		2,10	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder ¹⁾		2,65	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk. ¹⁾		2,22	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer ²⁾		-	-	-	-	-

1) Afdelingen har været aktiv fra 7. juni 2011.

2) Afdelingen har været aktiv fra 17. januar 2012.

Investeringsforeningen
Multi Manager Invest
Otto Mønstedts Plads 9
1780 København V

Telefon 44 55 92 00
Fax 44 55 91 72

multimanagerinvest.dk