

Investeringsforeningen
Multi Manager Invest

Halvårsrapport

2014

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning	3
Ledelsesberetning.....	4
<i>Halvårsrapporten 2014 i hovedtræk.....</i>	<i>4</i>
<i>Forventninger til 2. halvår 2014.....</i>	<i>5</i>
<i>Udviklingen i foreningen i halvåret.....</i>	<i>6</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 1. halvår.....</i>	<i>11</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>13</i>
Halvårsregnskaber.....	14
USA	14
USA Akk.....	16
Europa.....	18
Europa Akk.....	21
Japan.....	24
Japan Akk.....	27
Nye obligationsmarkeder lokal valuta.....	29
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.....	32
Nye Aktiemarkeder.....	35
Nye Aktiemarkeder Akk.....	38
Virksomhedsobligationer	41
Globale Aktier.....	44
Globale Aktier Akk.....	47
USA Small/Mid Cap.....	50
USA Small/Mid Cap Akk.....	53
Foreningens noter	56
Anvendt regnskabspraksis.....	56
Hoved- og nøgletalsoversigt.....	57

Nærværende halvårsrapport for 2014 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo august 2014. 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 2014 omfattede foreningen 15 afdelinger:

USA
USA Akk.
Europa
Europa Akk.
Japan
Japan Akk.
Nye obligationsmarkeder lokal valuta
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.
Nye Aktiemarkeder
Nye Aktiemarkeder Akk.
Virksomhedsobligationer
Globale Aktier
Globale Aktier Akk.
USA Small/Mid Cap
USA Small/Mid Cap Akk.

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.nr.: 11.160
Hjemmeside: multimanagerinvest.dk

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Bestyrelse

Direktør Tine Roed (formand)
Advokat, Partner Kim Esben Stenild Højbye
Direktør Mads Jensen
Direktør Erik Højberg Nielsen

Depotselskab

Nykredit Bank A/S

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Porteføljerådgivere

BlackRock (UK)
Harding Loevner LP
Investec Asset Management Limited
Lazard Asset Management Limited
MFS International UK Limited
Nykredit Asset Management
Pembroke Management Ltd.
Standard Life Investments Limited
Wells Capital Management Inc

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt halvårsrapporten for 2014 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 2014.

Foreningens ledelsesberetning, herunder de enkelte afdelingsberetninger, 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 og de respektive afdelinger kan blive påvirket af.

København, den 28. august 2014

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Tage Fabrin-Brasted

Peter Jørn Jensen

Jim Isager Larsen

Bestyrelse

Tine Roed
Formand

Kim Esben Stenild Højbye

Mads Jensen

Erik Højberg Nielsen

Halvårsrapporten 2014 i hovedtræk

- Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 1. halvår 2014 præget af faldende renter samt positive aktiemarkeder. Lempelig pengepolitik og geopolitisk uro medvirkede til det overraskende rentefald, mens troen på et økonomisk opsving og jagten på afkast understøttede aktiemarkederne.
- Foreningens afdelinger med undtagelse af de to afdelinger med amerikanske large cap aktier gav afkast, der var lavere end afdelingernes respektive benchmark i 1. halvår 2014. Uventet rotation i aktiemarkederne gjorde arbejdet vanskeligt for foreningens forvaltere med aktiv investeringsstil. Samlet finder foreningens ledelse afkastudviklingen for værende ikke tilfredsstillende.
- Foreningens formue var 14.852 mio. kr. ultimo juni 2014 mod 13.507 mio. kr. ultimo 2013.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 667,6 mio. kr. i 1. halvår 2014 mod 522,3 mio. kr. i samme periode året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 95,6 mio. kr. i 1. halvår 2014 mod 98,1 mio. kr. i samme periode året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 0,69% i 2014 mod 0,74% i samme periode året før.
- På forårets generalforsamling udtrådte Kjeld Øberg og Bjørn Bogason af bestyrelsen, og direktør Tine Roed blev indvalgt som nyt bestyrelsesmedlem. Bestyrelsen konstituerede sig efterfølgende med Tine Roed som formand.
- Den globale økonomi fortsatte i 1. halvår 2014 den gradvise bedring. Trods en vanskelig start med hård vinter i USA og geopolitisk uro i Ukraine kom der i løbet af halvåret tegn på økonomisk vækst samt optimisme om den fremtidige økonomiske udvikling. Beskæftigelsen øgedes, men inflationen forblev lav.
- Primo 2014 var der en forventning om begyndende stigende renter. Geopolitisk uro og pengeregighed medførte imidlertid faldende renter, især i Europa. Den Europæiske Centralbank meddelte primo juni, at banken ville gennemføre endnu en pengepolitisk lempelse med lånefaciliteter til de europæiske banker samt negativ rente på bankernes indeståender i centralbanken.
- De ledende indikatorer tegner et billede af vækst i det kommende halvår. Især USA ventes at trække den globale økonomiske vækst, men der er også kommet flere tegn på stabilisering og begyndende vækst i visse dele af euroområdet.
- Centralbankerne i USA og Europa ventes at fastholde styringsrenterne på et lavt niveau i en periode endnu. De korte markedsrenter ventes derfor at forblive lave i den kommende periode, idet inflationen i Europa tillige skønnes at forblive lav. Øget jobskabelse i USA og England kan imidlertid skabe uro på de internationale obligationsmarkeder, hvor der kan komme et svagt opadgående pres på de lange renter i det kommende halvår.
- Den spirende optimisme forventes at understøtte en moderat indtjeningsfremgang i virksomheder globalt. På den baggrund forventes aktiemarkederne at udvikle sig positivt i det kommende halve år.
- På basis af disse forventninger til den økonomiske udvikling skønner ledelsen beskedne positive afkast i foreningens obligationsafdelinger og positive afkast i foreningens aktieafdelinger. Ledelsens forventninger til resten af 2014 er omgærdet af usikkerhed.

Forventninger til 2. halvår 2014

De ledende indikatorer tegner et billede af vækst i det kommende halvår. Især USA ventes at trække den globale økonomiske vækst, men der er også kommet flere tegn på stabilisering og begyndende vækst i euroområdet som helhed.

I USA forventes jobskabelsen at fortsætte i de kommende kvartaler, hvilket vil medføre, at den pengepolitiske normalisering fortsætter som planlagt. Den amerikanske centralbank har imidlertid indikeret, at styringsrenterne forbliver lave i et stykke tid endnu. Markedet forventer, at en rentestigning i USA tidligst kommer i juni 2015. Bliver jobskabelsen i efteråret større end ventet, må dette imidlertid forventes at skabe et opadgående pres på de lange amerikanske renter. Dette kan få en afsmittende effekt på renteutviklingen i Europa.

I euroområdet er økonomierne påvirket af disinflationære tendenser og en stærk valuta. Dette har medført, at Den Europæiske Centralbank i juni annoncerede endnu en omfattende pengepolitisk pakke med tilførsel af billig likviditet til det finansielle system. Samtidig har Den Europæiske Centralbank signaleret, at styringsrenterne ikke vil stige i en overskuelig fremtid.

I England er den økonomiske genopretning efter krisen i 2008 længst fremme, idet beskæftigelsen nu er højere end i begyndelsen af 2008. Derfor forventes Bank of England at blive den første af de toneangivende centralbanker, der begynder at hæve styringsrenterne. Dette ventes at ske mod slutning af året.

I Danmark ventes en moderat vækstrate i omegnen af 1½% i år og næste år. Der er således udsigt til det svageste opsving i dansk økonomi siden starten af 1970'erne. Men det vil omvendt være et afgørende skridt væk fra de seneste ca. 4 års nulvækst i dansk økonomi.

Umiddelbart ventes centralbankerne ikke at skabe et rentechok i det kommende halvår. De korte markedsrenter i Danmark ventes derfor at forblive lave i den kommende periode. Derimod kan markedets forventninger om et økonomisk opsving i de kommende år påvirke de lange renter i svagt opadgående retning mod slutningen af andet halvår.

Kreditobligationer forventes at nyde gavn af den lempelige pengepolitik samt det lave niveau for konkurser og betalingsstandsninger. Emerging markets obligationer ventes tillige at give et beskedent positivt afkast det kommende halve år, trods udfordringer med Argentina og geopolitiske spændinger i Ukraine/Rusland.

Aktiemarkedene ventes at blive understøttet af den positive makroøkonomiske udvikling samt af den lempelige pengepolitik i 2. halvår. Globalt ventes en moderat indtjeningsfremgang i virksomhederne, hvorfor aktiemarkedene forventes at udvikle sig positivt i det kommende halve år.

På basis af disse forventninger skønner foreningens ledelse beskedne positive afkast i foreningens obligationsafdelinger og positive afkast i foreningens aktieafdelinger. Ledelsens forventninger til resten af 2014 er imidlertid omgærdet af usikkerhed.

Udviklingen i foreningen i halvåret

Afkastudvikling

Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 1. halvår 2014 præget af faldende renter samt positive aktiemarkeder. Hård vinter i USA, geopolitisk uro i Ukraine samt fortsat lempelig pengepolitik medførte et overraskende rentefald på de globale obligationsmarkeder.

Aktiemarkederne blev i 1. halvår påvirket af en større rotation i markedet forårsaget af det lave renteniveau. I jagten på afkast er midler fra obligationsmarkedet blevet kanaliseret ind i de mere defensive selskaber og selskaber med høj dividende. Mange af disse selskaber har oftest en høj gældsandel som fx i forsyningssektoren og indgår derfor som regel ikke i investeringsuniverset for mange aktive aktieforvaltere. Dette har negativt påvirket det relative afkast i flere af foreningens afdelinger i 1. halvår 2014.

Afkastene i foreningens afdelinger med amerikanske aktier har været positive på over 7½% i årets første seks måneder. Afkastudviklingen var højere end ventet primo året og samtidig højere end afdelingernes benchmark. Afkastudviklingen i afdeling USA og USA Akk. findes tilfredsstillende.

Afdelingerne med europæiske aktier gav afkast lavere end forventet, men også lavere end afdelingernes respektive benchmark. Foreningens ledelse finder afkastudviklingen i disse afdelinger ikke tilfredsstillende.

Afdelinger med japanske aktier har givet et afkast på ca. 0% i 1. halvår, hvilket var både lavere end ventet og lavere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes derfor ikke tilfredsstillende.

Nye Obligationsmarkeder og Nye Obligationsmarkeder Akk. gav i 1. halvår afkast på over 5½%. Faldende renter i mange emerging markets lande og faldende rentespænd medførte en afkastudvikling højere end ventet primo året. Afkastene i afdelingerne var imidlertid lavere end benchmark, hvorfor ledelsen ikke finder afkastudviklingen i afdelingerne helt tilfredsstillende.

Afdelingerne Nye Aktiemarkeder og Nye Aktiemarkeder Akk. leverede i 1. halvår et afkast på ca. 5½%, hvilket var højere end ventet, men lavere end benchmark. Afkastene findes derfor ikke tilfredsstillende.

Afdeling Virksomhedsobligationer leverede et afkast over 4½% i 1. halvår, hvilket var højere end ventet primo året, men også en anelse lavere end afdelingens benchmark i perioden. Afkastet findes acceptabelt.

Afkastudviklingen i de to afdelinger med globale aktier leverede afkast på ca. 6%, hvilket var højere end forventet, men lavere end afdelingernes benchmark. Afkastene i disse afdelinger findes derfor ikke helt tilfredsstillende.

I afdelingerne med nordamerikanske small og midcap selskaber blev afkastet ca. 3%, hvilket var i den lave ende af ledelsens forventning, men også noget lavere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes ikke tilfredsstillende.

Samlet set findes afkastudviklingen ikke tilfredsstillende. En af ledelsens væsentligste opgaver i det kommende år vil derfor være at vurdere de enkelte forvalteres fremskridt i at forbedre afkastudviklingen i foreningens afdelinger.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 1. halvår 2014'.

Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 1. halvår 2014 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 667,6 mio. kr. mod 522,3 mio. kr. i samme periode året før.

Den samlede formue i foreningen var 14.852 mio. kr. ultimo juni 2014 mod 13.507 mio. kr. ved starten af året.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue 1. halvår 2014'.

I 1. halvår 2014 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 95,6 mio. kr. mod 98,1 mio. kr. i samme periode året før. I 1. halvår 2014 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 0,69% mod 0,74% i samme periode året før.

En oversigt over omkostningsprocenten for de enkelte afdelinger i foreningen er vist i tabellen 'Omkostninger i 1. halvår 2014'.

Ændring i ledelsen

På generalforsamlingen i april 2014 udtrådte Kjeld Øberg og Bjørn Bogason af foreningens bestyrelse. Direktør Tine Roed blev i stedet indvalgt som nyt bestyrelsesmedlem. Bestyrelsen konstituerede sig efterfølgende med Tine Roed som ny formand.

Afkastudviklingen i 1. halvår 2014

Afdeling	Afkast	Benchmark afkast
USA	7,7%	7,4%
USA Akk.	7,8%	7,4%
Europa	1,5%	6,1%
Europa Akk.	1,5%	6,1%
Japan	0,0%	1,3%
Japan Akk.	0,0%	1,3%
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	5,7%	6,6%
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	5,7%	6,6%
Nye Aktiemarkeder	5,6%	6,8%
Nye Aktiemarkeder Akk.	5,7%	6,8%
Virksomhedsobligationer	4,6%	4,8%
Globale Aktier	6,1%	6,8%
Globale Aktier Akk.	6,0%	6,8%
USA Small/Mid Cap	2,9%	6,6%
USA Small/Mid Cap Akk.	3,0%	6,6%

Resultat og formue i 2014

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
USA	79,9	1.118,5	118,93
USA Akk.	210,9	2.922,8	132,09
Europa	5,0	711,3	89,41
Europa Akk.	23,0	1.723,9	104,23
Japan	2,0	173,0	73,56
Japan Akk.	3,3	490,3	76,14
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	25,9	489,7	93,03
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	65,2	1.253,4	102,29
Nye Aktiemarkeder	18,2	476,6	104,15
Nye Aktiemarkeder Akk.	32,2	1.081,6	104,29
Virksomhedsobligationer	41,2	947,4	111,26
Globale Aktier	29,0	515,3	122,04
Globale Aktier Akk.	84,1	1.450,5	122,17
USA Small/Mid Cap	9,8	336,6	120,90
USA Small/Mid Cap Akk.	38,0	1.161,3	120,93

Omkostninger i 1. halvår 2014

Afdeling	Omkostningspct. 2013	Omkostningspct. 2014	Aktuel ÅOP
USA	0,77	0,55	1,23
USA Akk.	0,75	0,49	1,23
Europa	0,82	0,72	2,32
Europa Akk.	0,80	0,77	2,25
Japan	0,94	0,89	2,20
Japan Akk.	0,90	0,84	2,09
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	0,67	0,72	1,75
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	0,68	0,69	1,66
Nye Aktiemarkeder	0,95	0,91	2,24
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,91	0,85	2,12
Virksomhedsobligationer	0,45	0,41	1,19
Globale Aktier	0,88	0,81	2,01
Globale Aktier Akk.	0,86	0,81	1,98
USA Small/Mid Cap ¹⁾	0,19	0,85	2,13
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	0,16	0,82	2,07

Note: 1) Afdelingen har været aktiv siden 14. maj 2013.

De økonomiske omgivelser i 1. halvår

Bedring i den globale økonomi

Den globale økonomi fortsatte i 1. halvår den gradvise bedring. Året startede med en opbremsningsfase og et lavt vækstmomentum i kølvandet på den relativt kraftige ekspansion i det meste af 2013. Den hårde vinter i USA bidrog tillige til den afdæmpede udvikling i begyndelsen af 2014. I løbet af foråret bedredes situationen, og den globale økonomi gik atter ind i en ekspansionsfase primo maj.

Fremgang i USA

Efter en meget svag start på året, hvor både en kold vinter og en lagerkorrektio n trak ned, har amerikansk økonomi bevæget sig op i fart i 2. kvartal. Tillidsindikatorerne fra maj har været positive, og bilsalget er steget kraftigt. Privatforbruget har således været en drivkraft i den øgede økonomiske aktivitet. Jobskabelsen i juni på 288.000 understregede den stabile fremgang i økonomien, og boligmarkedet har tillige vist lidt bedre takter end forventet. En afgørende faktor i amerikansk økonomi er fortsat udvindingen af skifergas og -olie, som har medført øget aktivitet og en markant forbedring af handelsbalancen.

Stilstand i euroområdet

Økonomierne i euroområdet voksede beskedent i 1. halvår, og tillidsindikatorerne pegede mod fortsat svag vækst. Tyskland viste tegn på vækst i det offentlige og private forbrug, men eksport og investeringer viste svaghedstegn i 2. kvartal. Udviklingen i relationen til Rusland begyndte at påvirke eksporten negativt i de sidste måneder af halvåret.

Der var pæne takter i Spanien, hvor økonomien steg for tredje kvartal i træk, og i Portugal, hvor den økonomiske vækst dog var svagt negativ i 1. kvartal 2014, blandt andet pga. offentlige udgiftsbesparelser. Begge lande har gennemført store strukturelle reformer og liberaliseret arbejdsmarkedet.

Fransk økonomi anses derimod for værende problematisk, og i 1. kvartal 2014 var det kun en stigning i det offentlige forbrug, der holdt økonomien fra negativ vækst. 2. kvartal forventes ikke at blive bedre, idet de ledende økonomiske indikatorer i maj og juni viste fald.

Italien fik i februar en reformivrig premierminister, Matteo Renzi, som allerede har gennemført en skattereform, der vil understøtte privatforbruget i år. Dernæst har Matteo Renzi lovet en hurtig tilbagebetaling af statens restancer til virksomhederne på samlet 68

mia. euro. Dette forventes at ville understøtte erhvervsinvesteringerne i 2014. Der er fortsat mange udfordringer i italiensk økonomi, og det forventes, at den økonomiske vækst vil udvikle sig svagt negativt i år.

Svag periode i kinesisk økonomi

Kina har tidligere bidraget positivt til den globale vækst i de år, hvor Europa og USA var fanget i recession. I 2014 har myndighederne været i færd med at dreje væksten væk fra investeringer med usikkert samfundsøkonomisk afkast over mod indenlandsk forbrug samtidig med, at man gennemtvinger en oprydning i den finansielle sektor. Den kinesiske centralbank har i 1. halvår tilladt en svækkelse af valutaen, hvilket bør reducere den spekulative kapitalindstrømning. Dette vil give mulighed for en selektiv lempelse af den økonomiske politik. Foreningen ser fortsat positivt på Kinas vækstudsigter og forventer generelt tiltagende vækst i udviklingslandene i løbet af året.

Fortsat lempelig pengepolitik

Den amerikanske centralbank indledte som annonceret en nedtrapning af obligationskøbene i 1. halvår, hvorved en gradvis normalisering af pengepolitikken igangsattes. Styringsrenterne blev holdt uændret, og den amerikanske centralbank signalerede ved indgangen til 2. halvår, at der vil gå et stykke tid, før renterne vil blive hævet.

Efter at have holdt styringsrenterne i ro i det meste af 1. halvår kom ECB med en pakke af pengepolitiske lempelser primo juni. Skridtet kom som reaktion på den meget lave inflation i euroområdet, der var på 0,5% i maj. Udover en større kvantitativ lempelse af pengepolitikken indeholdt pakken negativ indlånsrente for banker i Den Europæiske Centralbank.

Danmarks Nationalbank forholdt sig relativt passivt i 1. halvår, idet banken alene i april hævde renten på indskudsbeviser for at forhindre en svækkelse af kronen overfor euro. Udlånsrenten, diskontoen og foliorenten blev holdt uændret på et lavt niveau.

Markedsudviklingen i 1. halvår 2014

Positiv stemning på obligationsmarkedet

Ved indgangen til 2014 var forventningen, at renterne på de internationale obligationsmarkeder havde nået bundniveauet og var langsomt på vej op. Geopolitisk usikkerhed i Ukraine samt global pengeligehedsbevirkede imidlertid, at renterne de fleste steder viste en faldende tendens i 1. halvår 2014.

Over halvåret faldt den 10-årige rente på statsobligationer i USA således fra 3,0% til 2,6%. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer faldt fra 2,0% til 1,3% ultimo halvåret. Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation steg derimod svagt fra 0,4% til 0,5% i 1. halvår 2014, mens renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation faldt fra lige over 0,2% til 0,0%.

Markedet for kreditobligationer

Markedet for kreditobligationer nød godt af rentefaldet og det lave niveau for konkurser og betalingsstandsninger i 1. halvår 2014. Rentefaldet og indsnævring af kreditspændet bevirkede, at europæiske virksomhedsobligationer målt med BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index i danske kroner steg med 4,8% i årets første seks måneder.

Markedet for emerging markets obligationer oplevede tillige en positiv udvikling i 1. halvår 2014. Efter depreciering af en række lokale valutaer samt rentestigning i en række emerging markets lande i 2013 vendte investorerne tilbage til aktivklassen i 1. halvår 2014. Markedet for emerging markets obligationer i lokal valuta steg som følge heraf med 6,6% målt ved indekset JP Morgan Government Bond Index – Emerging Markets Global Diversified DKK Unhedged.

Positiv udvikling på aktiemarkedene

Aktiemarkedene har i 1. halvår været præget af en positiv kursudvikling. Forventning om et økonomisk opsving i især USA skabte sammen med pengeligehedsoptimismen på aktiemarkedene.

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 6,8% i 1. halvår 2014, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 7,4%, 6,1% og 1,3% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var positiv i 1. halvår, idet MSCI Emerging Markets Free indekset steg med 6,8% i perioden.

Øvrige forhold

Samfundsansvar

Foreningen tager hensynet til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse, når den udvælger sine investeringer.

Foreningen har formuleret en politik for bæredygtige investeringer – også kaldet SRI (SRI/Socially Responsible Investments) - i samarbejde med Nykredit-koncernen. Politikken er beskrevet i afsnittet "Bæredygtige investeringer" i årsrapporten for 2013.

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 vedrørende det underrepræsenterede køn

Foreningens politik vedrørende det underrepræsenterede køn er, at begge køn skal være repræsenteret i foreningens bestyrelse. Bestyrelsen skal dog fortsat som primær målsætning tilføres de bedst mulige kvalifikationer uanset køn. Bestyrelsens sammensætning er endvidere lovmæssigt op til generalforsamlingen og dermed investorerne at bestemme.

Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Aktivt ejerskab er en væsentlig del af foreningens politik for bæredygtige investeringer.

Det er bestyrelsens holdning, at foreningen skal benytte den stemmeret på en generalforsamling, som følger med ejerskab af værdipapirer, hvis det kan være med til at opfylde målet med aktivt ejerskab.

Foreningen gør brug af sin stemmeret, hvis den ud fra en konkret vurdering skønner, at en aktiv stillingtagen – evt. i samarbejde med andre investorer – vil kunne give en positiv effekt på afkastet eller bæredygtigheden i investeringen. Som udgangspunkt ønsker foreningens bestyrelse, at udøvelse af stemmeret 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.

Foreningen har i 1. halvår 2014 ikke gjort brug af sin stemmeret.

Usikkerhed ved indregning eller måling

Det er ledelsens vurdering, at der ikke er væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balanceposter i foreningens afdelinger.

Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold i foreningens afdelinger, der kan have påvirket indregningen eller målingen heraf.

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

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

Afdelingsberetning

Denne 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 og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af amerikanske selskaber eller handlet på et amerikansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning baseret på kvantitative strategier. Afdelingen rådgives af MFS International (UK) Limited, USA og Nykredit Bank A/S.

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 Daily TR USA inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 7,73%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 7,44% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året og findes tilfredsstillende.

Afdelingen har via to porteføljer investeret bredt i det amerikanske aktiemarked. Merafkastet i afdelingen er opstået via den kvantitative udvælgelse af aktier, hvorimod afkastbidraget fra sektorallokeringen har været begrænset.

Afdelingens afkast har fået positive bidrag fra investeringer i Trinity Industries, EOG Resources og Westlake Chemical, hvorimod det relative afkast i afdelingen blev reduceret af investeringer i Neustar, Best Buy og Nu Skin.

Afdelingens nettoresultat blev på 79,9 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.118,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 118,93 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 15,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

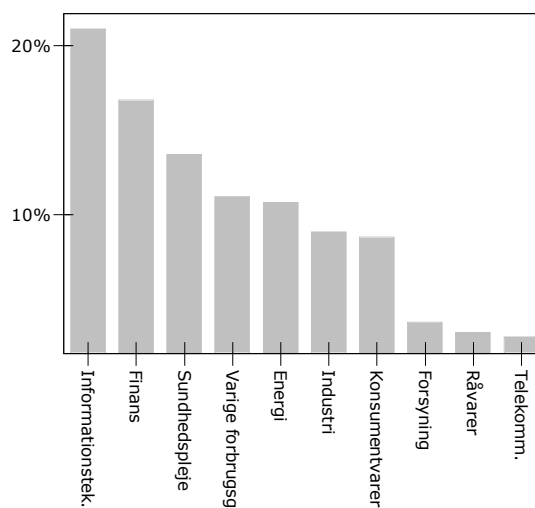
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Den amerikanske økonomi ventes at udvise vækst i de kommende kvartaler, hvilket forventes at understøtte indtjeningsvæksten i det amerikanske aktiemarked i 2. halvår. Markedet kan i de kommende måneder imidlertid blive påvirket af uforudsete chok eller ændrede signaler omkring pengepolitikken i USA, idet disse ikke skønnes indkalkuleret i aktiekurserne.

Foreningens ledelse skønner, at afkastet i afdelingen bliver positivt i 2. halvår.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	9.984	18.274
Kursgevinster og -tab	76.995	104.462
Administrationsomkostninger	-5.596	-8.270
Resultat før skat	81.383	114.466
Skat	-1.491	-1.442
Halvårets nettoresultat	79.892	113.024

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	10.357	10.672
Kapitalandele	1.115.311	907.597
Andre aktiver	15.856	580
Aktiver i alt	1.141.524	918.849
Passiver		
Medlemmernes formue	1.118.454	916.304
Anden gæld	23.070	2.545
Passiver i alt	1.141.524	918.849

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	95,8	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	4,2	1,5
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	7,73	21,41	10,47	6,83	-3,29	8,84
Indre værdi pr. andel	118,93	116,52	105,90	96,03	85,64	78,45
A conto udlodning pr. andel	-	6,20	-	-	-	-
Omkostningsprocent	0,55	1,37	0,77	0,75	0,81	0,85
Sharpe ratio	1,25	0,95	0,27	-0,23	0,01	-0,41
Periodens nettoresultat	79.892	199.167	113.024	62.794	-42.073	22.252
Medlemmernes formue ultimo	1.118.454	916.304	959.552	1.005.756	1.132.970	799.080
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.405	7.864	9.061	10.473	13.230	10.186

Afdelingsberetning

Denne 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 og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af amerikanske selskaber eller handlet på et amerikansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning baseret på kvantitative strategier. Afdelingen rådgives af MFS International (UK) Limited, USA og Nykredit Bank A/S.

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 Daily TR USA inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 7,81%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 7,44% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året og findes tilfredsstillende.

Afdelingen har via to porteføljer investeret bredt i det amerikanske aktiemarked. Merafkastet i afdelingen er opstået via den kvantitative udvælgelse af aktier, hvorimod afkastbidraget fra sektorallokeringen har været begrænset.

Afdelingens afkast har fået positive bidrag fra investeringer i Trinity Industries, EOG Ressources og Westlake Chemical, hvorimod det relative afkast i afdelingen blev reduceret af investeringer i Neustar, Best Buy og Nu Skin.

Afdelingens nettoresultat blev på 210,9 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 2.922,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 132,09 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 15,0% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

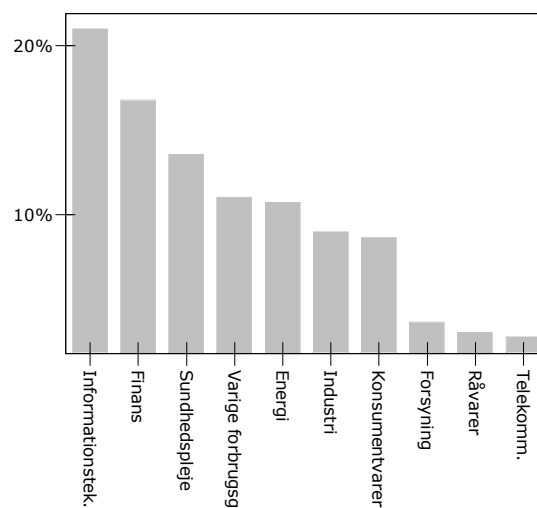
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Den amerikanske økonomi ventes at udvise vækst i de kommende kvartaler, hvilket forventes at understøtte indtjeningsvæksten i det amerikanske aktiemarked i 2. halvår. Markedet kan i de kommende måneder imidlertid blive påvirket af uforudsete chok eller ændrede signaler omkring pengepolitikken i USA, idet disse ikke skønnes indkalkuleret i aktiekurserne.

Foreningens ledelse skønner, at afkastet i afdelingen bliver positivt i 2. halvår.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	26.410	52.647
Kursgevinster og -tab	201.601	307.051
Administrationsomkostninger	-12.997	-23.019
Resultat før skat	215.014	336.679
Skat	-4.102	-4.606
Halvårets nettoresultat	210.912	332.073

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	25.119	21.199
Kapitalandele	2.910.744	2.488.934
Andre aktiver	42.068	1.593
Aktiver i alt	2.977.931	2.511.726
Passiver		
Medlemmernes formue	2.922.760	2.506.525
Anden gæld	55.171	5.201
Passiver i alt	2.977.931	2.511.726

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,0	98,9
Øvrige finansielle instrumenter	4,0	1,1
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	7,81	21,62	10,46	6,67	-3,45	8,77
Indre værdi pr. andel	132,09	122,52	111,28	99,91	89,06	81,84
Omkostningsprocent	0,49	1,40	0,75	0,74	0,80	0,81
Sharpe ratio	1,23	0,95	0,28	-0,21	-0,05	-0,40
Periodens nettoresultat	210.912	574.306	332.073	161.672	-83.629	60.011
Medlemmernes formue ultimo	2.922.760	2.506.525	2.622.437	2.770.848	2.454.863	1.804.614
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	22.127	20.459	23.567	27.735	27.563	22.050

Afdelingsberetning

Denne 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 og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) 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. netto-udbytte målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 1,53%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,08% i samme periode. Afkastet i afdelingen er lavere end ventet af ledelsen primo året og noget lavere end benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Afkastet i afdelingen blev i halvåret påvirket af den kraftige rotation i aktiemarkedene, hvor tidligere års afkast i selskaber, brancher og sektorer blev vendt rundt. Selskaber i "undervægtede" sektorer som energi og forsyningsvirksomhed blev således efterspurgt med kraftige kursstigninger til følge.

Afdelingen har været undervægtet i sektorerne energi og forsyningsvirksomhed, hvilket således kan forklare halvårets lavere afkast end benchmark. Men også afdelingens overvægt i sektorerne industri og IT reducerede afdelingens relative afkast i 1. halvår. Dernæst viste afdelingens eksponeringer til den finansielle sektor sig også at give udfordringer.

Afdelingen fik imidlertid fordel af en øget eksponering til sektoren stabile forbrugsgoder, hvor især to positioner i tobakssektoren, Imperial Tobacco og British American Tobacco, bidrog positivt til afdelingens afkast i halvåret. Dernæst fik afdelingen også fordel af investeringen i Novo Nordisk.

Afdelingens nettoresultat blev på 5,0 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 711,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 89,41 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 17,0% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

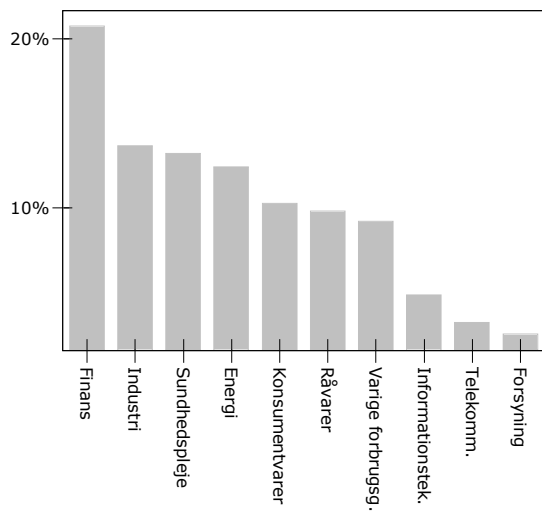
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Den globale økonomi ventes at udvise vækst i de kommende kvartaler. Selvom den europæiske økonomi har udfordringer, forventes denne at bevæge sig svagt fremad, hvilket forventes at understøtte de europæiske aktiemarkeder i 2. halvår.

Det europæiske aktiemarked anses som værdiansat til det langsigtede, gennemsnitlige niveau. Indtjeningsvæksten skønnes derfor at skabe et positivt afkast i markedet og i afdelingen i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af usikkerhed.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	16.755	12.854
Kursgevinster og -tab	-5.045	27.757
Administrationsomkostninger	-4.789	-5.024
Resultat før skat	6.921	35.587
Skat	-1.950	-1.644
Halvårets nettoresultat	4.971	33.943

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	26.900	2.129
Kapitalandele	689.278	687.832
Andre aktiver	19.501	7.373
Aktiver i alt	735.679	697.334
Passiver		
Medlemmernes formue	711.258	692.089
Anden gæld	24.421	5.245
Passiver i alt	735.679	697.334

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	90,7	97,9
Øvrige finansielle instrumenter	9,3	2,1
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	1,53	22,28	6,01	7,53	1,29	-3,01
Indre værdi pr. andel	89,41	88,06	76,35	65,64	70,52	59,93
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-	-	-	-
Omkostningsprocent	0,72	1,55	0,82	0,84	0,87	0,92
Sharpe ratio	0,94	0,77	-0,07	-0,57	-0,34	-0,59
Periodens nettoresultat	4.971	125.994	33.943	38.096	6.005	-15.518
Medlemmernes formue ultimo	711.258	692.089	601.643	577.077	602.289	550.174
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	7.955	7.859	7.880	8.791	8.539	9.181

Afdelingsberetning

Denne 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 og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) 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. netto-udbytte målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 1,51%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,08% i samme periode. Afkastet i afdelingen er lavere end ventet af ledelsen primo året og noget lavere end benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Afkastet i afdelingen blev i halvåret påvirket af den kraftige rotation i aktiemarkedene, hvor tidligere års afkast i selskaber, brancher og sektorer blev vendt rundt. Selskaber i "undervægtede" sektorer som energi og forsyningsvirksomhed blev således efterspurgt med kraftige kursstigninger til følge.

Afdelingen har været undervægtet i sektorerne energi og forsyningsvirksomhed, hvilket således kan forklare halvårets lavere afkast end benchmark. Men også afdelingens overvægt i sektorerne industri og IT reducerede afdelingens relative afkast i 1. halvår. Dernæst viste afdelingens eksponeringer til den finansielle sektor sig også at give udfordringer.

Afdelingen fik imidlertid fordel af en øget eksponering til sektoren stabile forbrugsgoder, hvor især to positioner i tobakssektoren, Imperial Tobacco og British American Tobacco, bidrog positivt til afdelingens afkast i halvåret. Dernæst fik afdelingen også fordel af investeringen i Novo Nordisk.

Afdelingens nettoresultat blev på 23,0 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.723,9 mio. kr. svarende til en indre værdi på 104,23 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 17,0% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

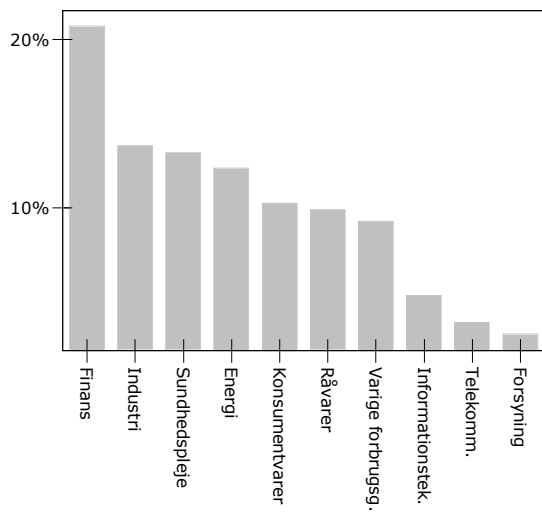
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Den globale økonomi ventes at udvise vækst i de kommende kvartaler. Selvom den europæiske økonomi har udfordringer, forventes denne at bevæge sig svagt fremad, hvilket forventes at understøtte de europæiske aktiemarkeder i 2. halvår.

Det europæiske aktiemarked anses som værdiansat til det langsigtede, gennemsnitlige niveau. Indtjeningsvæksten skønnes derfor at skabe et positivt afkast i markedet og i afdelingen i 2. halvår. Skønnet er dog omgærdet af usikkerhed.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	42.962	36.420
Kursgevinster og -tab	-2.443	79.942
Administrationsomkostninger	-12.635	-13.861
Resultat før skat	27.884	102.501
Skat	-4.930	-5.075
Halvårets nettoresultat	22.954	97.426

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	57.240	6.679
Kapitalandele	1.679.615	1.526.722
Andre aktiver	42.041	12.138
Aktiver i alt	1.778.896	1.545.539
Passiver		
Medlemmernes formue	1.723.899	1.530.134
Anden gæld	54.997	15.405
Passiver i alt	1.778.896	1.545.539

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	91,6	97,8
Øvrige finansielle instrumenter	8,4	2,2
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	1,51	22,63	6,15	7,54	1,23	-2,74
Indre værdi pr. andel	104,23	102,68	88,89	74,34	77,86	66,34
Omkostningsprocent	0,77	1,53	0,80	0,80	0,86	0,89
Sharpe ratio	0,95	0,77	-0,08	-0,57	-0,34	-0,58
Periodens nettoresultat	22.954	344.418	97.426	101.460	14.424	-30.381
Medlemmernes formue ultimo	1.723.899	1.530.134	1.700.630	1.600.974	1.263.892	1.187.559
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	16.540	14.902	19.132	21.537	16.234	17.900

Afdelingsberetning

Denne 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 og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) 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 målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på -0,03%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 1,26% i samme periode. Afkastet i afdelingen er lavere end ventet af ledelsen primo året og lavere end benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Halvårets afkast blev påvirket af en afdæmpning i den initiale entusiasme for Abenomics, selvom premiereminister Abe fortsætter med at gennemføre de lovede reformer. Dette har betydet, at cykliske og hjemmemarkedsorienterede selskaber har klaret sig godt, mens finansielle selskaber er faldet tilbage. Med en overvægt i finansielle selskaber har dette påvirket afdelingens afkast negativt i halvåret.

I løbet af halvåret har afdelingen tilkøbt aktier i to nye selskaber - Namco Bandai Holdings og Daiwa House Industry. Derimod har afdelingen frasolgt positioner i Showa Denko og Nippon Yusen.

Afdelingens nettoresultat blev på 2,0 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 173,0 mio. kr. svarende til en indre værdi på 73,56 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 17,8% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

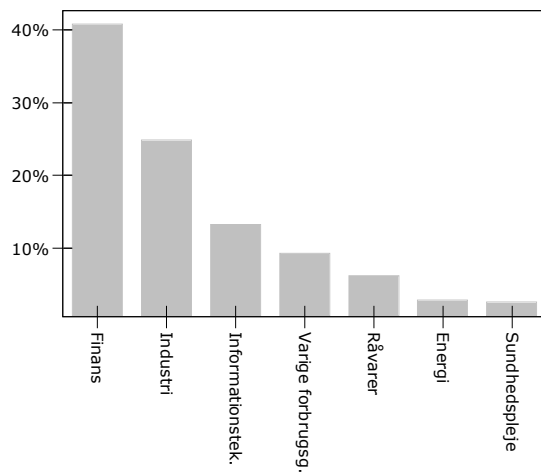
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Vækstpotentialet i japansk økonomi skønnes fortsat at være intakt. Effekten af forårets momsstigning forventes alene at være af midlertidig karakter, og væksten i det japanske bruttonationalprodukt og i selskabernes indtjening ventes igen at stige i 3. kvartal og fremefter. Da forventningerne til selskabernes indtjening har været konservative, forventes en positiv effekt på aktiekurserne i 2. halvår.

Afdelingen ventes at kunne give et positivt afkast i 2. halvår, men forventningen er omgærdet af usikkerhed.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	1.688	1.283
Kursgevinster og -tab	1.917	22.922
Administrationsomkostninger	-1.338	-1.681
Resultat før skat	2.267	22.524
Skat	-253	-92
Halvårets nettoresultat	2.014	22.432

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	1.828	422
Kapitalandele	172.322	145.547
Andre aktiver	-	150
Aktiver i alt	174.150	146.119
Passiver		
Medlemmernes formue	172.966	145.298
Anden gæld	1.184	821
Passiver i alt	174.150	146.119

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	99,1
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	0,9
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	-0,03	17,73	12,83	1,56	-11,30	10,92
Indre værdi pr. andel	73,56	73,58	70,64	57,46	56,06	58,13
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-	-	-	-
Omkostningsprocent	0,89	1,81	0,94	0,93	1,01	1,14
Sharpe ratio	0,47	0,46	0,02	-0,59	-0,67	-0,77
Periodens nettoresultat	2.014	28.752	22.432	2.730	-16.012	9.300
Medlemmernes formue ultimo	172.966	145.298	183.962	148.379	171.842	158.706
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.352	1.975	2.605	2.582	3.066	2.730

Afdelingsberetning

Denne 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 og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) 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 målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på -0,02%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 1,26% i samme periode. Afkastet i afdelingen er lavere end ventet af ledelsen primo året og lavere end benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Halvårets afkast blev påvirket af en afdæmpning i den initiale entusiasme for Abenomics, selvom premiereminister Abe fortsætter med at gennemføre de lovede reformer. Dette har betydet, at cykliske og hjemmemarkedsorienterede selskaber har klaret sig godt, mens finansielle selskaber er faldet tilbage. Med en overvægt i finansielle selskaber har dette påvirket afdelingens afkast negativt i halvåret.

I løbet af halvåret har afdelingen tilkøbt aktier i to nye selskaber - Namco Bandai Holdings og Daiwa House Industry. Derimod har afdelingen frasolgt positioner i Showa Denko og Nippon Yusen.

Afdelingens nettoresultat blev på 3,3 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 490,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 76,14 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 17,7% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 sva-

rer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

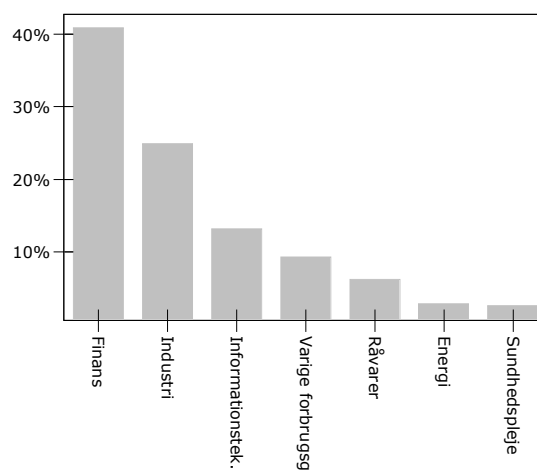
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Vækstpotentialet i japansk økonomi skønnes fortsat at være intakt. Effekten af forårets momsstigning forventes alene at være af midlertidig karakter, og væksten i det japanske bruttonationalprodukt og i selskabernes indtjening ventes igen at stige i 3. kvartal og fremefter. Da forventningerne til selskabernes indtjening har været konservative, forventes en positiv effekt på aktiekurserne i 2. halvår.

Afdelingen ventes at kunne give et positivt afkast i 2. halvår, men forventningen er omgærdet af usikkerhed.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	5.086	3.283
Kursgevinster og -tab	2.672	57.676
Administrationsomkostninger	-3.735	-4.176
Resultat før skat	4.023	56.783
Skat	-763	-234
Halvårets nettoresultat	3.260	56.549

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	5.571	1.286
Kapitalandele	487.699	443.007
Andre aktiver	-	490
Aktiver i alt	493.270	444.783
Passiver		
Medlemmernes formue	490.290	442.871
Anden gæld	2.980	1.912
Passiver i alt	493.270	444.783

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	99,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	0,8
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	-0,02	17,90	13,21	1,93	-10,70	11,61
Indre værdi pr. andel	76,14	76,15	73,12	59,26	57,47	58,98
Omkostningsprocent	0,84	1,74	0,90	0,91	0,94	0,98
Sharpe ratio	0,51	0,50	0,05	-0,57	-0,66	-0,77
Periodens nettoresultat	3.260	74.816	56.549	6.340	-34.890	24.454
Medlemmernes formue ultimo	490.290	442.871	487.950	361.919	393.348	350.776
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	6.440	5.816	6.672	6.108	6.844	5.947

Afdelingsberetning

Denne 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 Global Diversified DKK Unhedged.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 5,67%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,60% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året, men lavere end benchmark. Afkastet findes ikke helt tilfredsstillende.

Markedet for emerging markets obligationer steg i 1. halvår, da de internationale investorer vendte tilbage til aktivklassen efter uroen i 2013.

Afdelingens afkast fik i halvåret et positivt bidrag fra valg af valuta. Overvægt i indonesiske rupiah hjalp afkastet, mens en lille overvægt i argentinske peso reducerede halvårets afkast i afdelingen.

Valget af udstederlande var negativt for afdelingens afkast. En overvægt i russiske obligationer reducerede afdelingens afkast i kølvandet på uroen i Ukraine. Valg af enkeltobligationer samt placeringen på rentekurven bidrog derimod positivt til afdelingens afkast i halvåret.

Afdelingens nettoresultat blev på 25,9 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 489,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 93,03 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 8,6% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

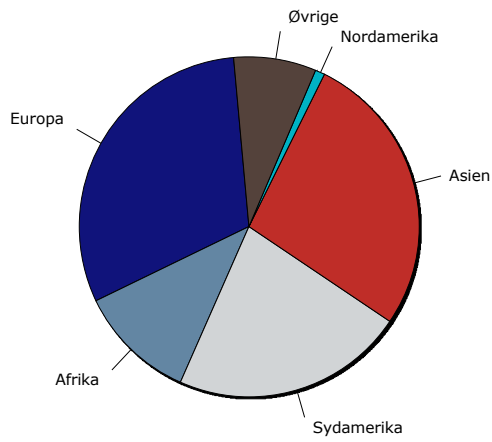
Forventninger

Stramningen i de offentlige budgetter og i pengepolitikken i en række emerging markets lande i det seneste år ventes i de kommende kvartaler at blive opvejet af væksten i den globale økonomi. Dette skønnes at forbedre betalingsbalancerne i en række emerging markets lande, hvilket forventes at ville understøtte disse landes obligationsmarkeder.

Aktivklassen vil derudover blive understøttet af den fortsat lempelige pengepolitik i USA og Europa. Endvidere findes en række emerging markets landes valutaer at være undervurderede, og en styrkelse forventes i det kommende halve år.

På den baggrund ventes et moderat positivt afkast i afdelingen i 2. halvår 2014. Forventningerne er imidlertid omgivet af usikkerhed.

Regionsfordeling



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

Nye obligationsmarkeder lokal valuta

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	27.275	13.735
Kursgevinster og -tab	3.286	-42.434
Administrationsomkostninger	-3.315	-3.150
Resultat før skat	27.246	-31.849
Skat	-1.390	-248
Halvårets nettoresultat	25.856	-32.097

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	22.484	13.691
Obligationer	453.368	414.186
Kapitalandele	11.503	11.865
Afledte finansielle instrumenter	5.716	3.104
Andre aktiver	14.314	7.095
Aktiver i alt	507.385	449.941
Passiver		
Medlemmernes formue	489.678	443.875
Afledte finansielle instrumenter	6.006	3.544
Anden gæld	11.701	2.522
Passiver i alt	507.385	449.941

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	88,8	80,6
Øvrige finansielle instrumenter	11,2	19,4
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Periodens afkast i procent	5,67	-14,61	-6,64	8,22	-2,19
Indre værdi pr. andel	93,03	89,79	98,17	105,76	96,40
A conto udlodning pr. andel	-	1,80	-	-	-
Omkostningsprocent	0,72	1,40	0,67	0,67	0,81
Sharpe ratio	0,06	-0,11	-	-	-
Periodens nettoresultat	25.856	-71.543	-32.097	44.638	-13.754
Medlemmernes formue ultimo	489.678	443.875	438.606	585.786	629.608
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.263	4.943	4.467	5.539	6.531

Afdelingsberetning

Denne 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 Global Diversified DKK Unhedged.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 5,67%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,60% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året, men lavere end benchmark. Afkastet findes ikke helt tilfredsstillende.

Markedet for emerging markets obligationer steg i 1. halvår, da de internationale investorer vendte tilbage til aktivklassen efter uroen i 2013.

Afdelingens afkast fik i halvåret et positivt bidrag fra valg af valuta. Overvægt i indonesiske rupiah hjalp afkastet, mens en lille overvægt i argentinske peso reducerede halvårets afkast i afdelingen.

Valget af udstederlande var negativt for afdelingens afkast. En overvægt i russiske obligationer reducerede afdelingens afkast i kølvandet på uroen i Ukraine. Valg af enkeltobligationer samt placeringen på rentekurven bidrog derimod positivt til afdelingens afkast i halvåret.

Afdelingens nettoresultat blev på 65,2 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.253,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 102,29 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 8,6% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

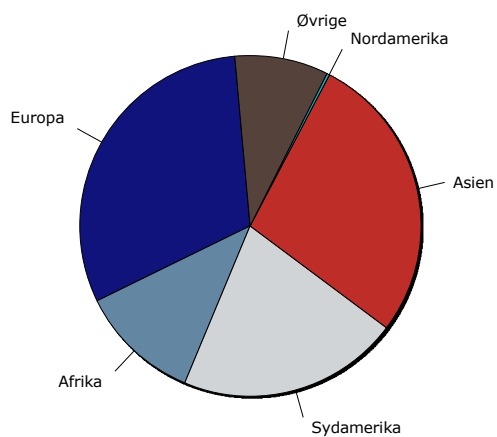
Forventninger

Stramningen i de offentlige budgetter og i pengepolitikken i en række emerging markets lande i det seneste år ventes i de kommende kvartaler at blive opvejet af væksten i den globale økonomi. Dette skønnes at forbedre betalingsbalancerne i en række emerging markets lande, hvilket forventes at ville understøtte disse landes obligationsmarkeder.

Aktivklassen vil derudover blive understøttet af den fortsat lempelige pengepolitik i USA og Europa. Endvidere findes en række emerging markets landes valutaer at være undervurderede, og en styrkelse forventes i det kommende halve år.

På den baggrund ventes et moderat positivt afkast i afdelingen i 2. halvår 2014. Forventningerne er imidlertid omgivet af usikkerhed.

Regionsfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	98.793	39.353
Kursgevinster og -tab	-18.839	-120.117
Administrationsomkostninger	-8.091	-9.163
Resultat før skat	71.863	-89.927
Skat	-6.675	-684
Halvårets nettoresultat	65.188	-90.611

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	62.836	47.860
Obligationer	1.148.874	1.039.642
Kapitalandele	29.305	31.618
Afledte finansielle instrumenter	15.067	8.647
Andre aktiver	54.896	18.794
Aktiver i alt	1.310.978	1.146.561
Passiver		
Medlemmernes formue	1.253.402	1.131.475
Afledte finansielle instrumenter	16.524	10.537
Anden gæld	41.052	4.549
Passiver i alt	1.310.978	1.146.561

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	86,4	78,3
Øvrige finansielle instrumenter	13,6	21,7
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Periodens afkast i procent	5,67	-14,66	-6,66	8,06	-2,07
Indre værdi pr. andel	102,29	96,80	105,87	106,32	97,22
Omkostningsprocent	0,69	1,33	0,68	0,67	0,81
Sharpe ratio	0,04	-0,14	-	-	-
Periodens nettoresultat	65.188	-199.333	-90.611	93.516	-19.202
Medlemmernes formue ultimo	1.253.402	1.131.475	1.266.721	1.276.499	964.573
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	12.253	11.688	11.959	12.006	9.922

Afdelingsberetning

Denne 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 Free Index inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 5,57%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,75% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året, men lavere end benchmark. Afkastet findes ikke helt tilfredsstillende.

Efter en svær periode primo året steg aktiemarkedene i emerging markets landene kraftigt fra ultimo januar og halvåret ud. Fremgangen på tværs af lande var imidlertid meget forskellig med store kursstigninger i Brasilien og lave afkast i Kina/Hong Kong og Rusland.

Investeringsstilen i afdelingen er baseret på ren aktieudvælgelse. Over- og undervægte relativt til benchmark på lande, regioner eller sektorer er residualer af aktieudvælgelsesprocessen. En overvægt i Brasilien løftede imidlertid afdelingens afkast i halvåret, mens overvægt i Kina/Hong Kong og Rusland reducerede afkastet. Set på sektorniveau bidrog en overvægt i varige forbrugsgoder positivt til halvårets afkast, hvorimod aktievalget i sundhedssektoren og indenfor informationsteknologi reducerede det relative afkast.

Afdelingens nettoresultat blev på 18,2 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 476,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 104,15 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 16,2% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

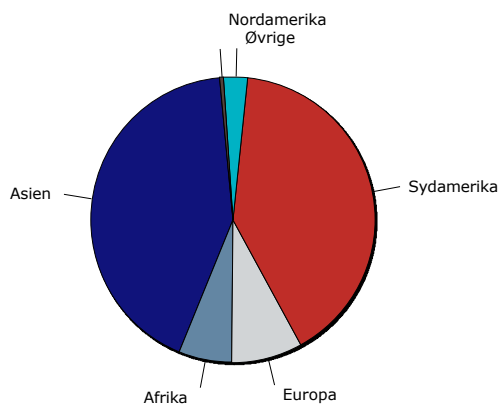
Forventninger

Aktiemarkedene i emerging markets landene ventes i 2. halvår at blive præget af fremgang i den globale økonomi og lempelige pengepolitik i USA og Europa.

Indtjeningsvæksten i en række emerging markets selskaber har de seneste 12 måneder ikke helt levet op til forventningerne. Såfremt den globale økonomiske fremgang ikke medfører stigende indtjeningsvækst, må det forventes at lægge en dæmper på aktiekursudviklingen i emerging markets landene.

Afkastet i afdelingen skønnes at blive positivt i 2. halvår. Skønnet er imidlertid behæftet med usikkerhed.

Regionsfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	5.638	2.724
Kursgevinster og -tab	17.361	-14.177
Administrationsomkostninger	-4.239	-2.474
Resultat før skat	18.760	-13.927
Skat	-572	-251
Halvårets nettoresultat	18.188	-14.178

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	16.967	18.361
Kapitalandele	462.638	533.896
Andre aktiver	654	194
Aktiver i alt	480.259	552.451
Passiver		
Medlemmernes formue	476.583	549.845
Anden gæld	3.676	2.606
Passiver i alt	480.259	552.451

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	94,8	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	5,2	3,8
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Periodens afkast i procent	5,57	-5,86	-5,27	3,04	0,56
Indre værdi pr. andel	104,15	98,66	99,28	95,55	100,56
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-	-	-
Omkostningsprocent	0,91	1,83	0,95	0,92	0,14
Sharpe ratio	-	-	-	-	-
Periodens nettoresultat	18.188	-21.051	-14.178	5.354	2.975
Medlemmernes formue ultimo	476.583	549.845	250.901	228.284	252.979
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4.576	5.573	2.527	2.390	2.516

Afdelingsberetning

Denne 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 Free Index inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 5,72%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,75% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året, men lavere end benchmark. Afkastet findes ikke helt tilfredsstillende.

Efter en svær periode primo året steg aktiemarkedene i emerging markets landene kraftigt fra ultimo januar og halvåret ud. Fremgangen på tværs af lande var imidlertid meget forskellig med store kursstigninger i Brasilien og lave afkast i Kina/Hong Kong og Rusland.

Investeringsstilen i afdelingen er baseret på ren aktieudvælgelse. Over- og undervægte relativt til benchmark på lande, regioner eller sektorer er residualer af aktieudvælgelsesprocessen. En overvægt i Brasilien løftede imidlertid afdelingens afkast i halvåret, mens overvægt i Kina/Hong Kong og Rusland reducerede afkastet. Set på sektorniveau bidrog en overvægt i varige forbrugsgoder positivt til halvårets afkast, hvorimod aktievalget i sundhedssektoren og indenfor informationsteknologi reducerede det relative afkast.

Afdelingens nettoresultat blev på 32,2 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.081,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 104,29 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 16,2% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

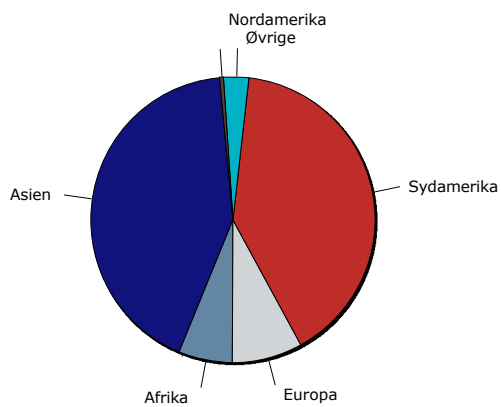
Forventninger

Aktiemarkedene i emerging markets landene ventes i 2. halvår at blive præget af fremgang i den globale økonomi og lempelige pengepolitik i USA og Europa.

Indtjeningsvæksten i en række emerging markets selskaber har de seneste 12 måneder ikke helt levet op til forventningerne. Såfremt den globale økonomiske fremgang ikke medfører stigende indtjeningsvækst, må det forventes at lægge en dæmper på aktiekursudviklingen i emerging markets landene.

Afkastet i afdelingen skønnes at blive positivt i 2. halvår. Skønnet er imidlertid omgærdet af usikkerhed.

Regionsfordeling



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

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	13.223	12.369
Kursgevinster og -tab	29.589	-59.148
Administrationsomkostninger	-9.206	-10.381
Resultat før skat	33.606	-57.160
Skat	-1.358	-1.120
Halvårets nettoresultat	32.248	-58.280

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	39.130	44.975
Kapitalandele	1.048.021	1.326.254
Andre aktiver	1.565	537
Aktiver i alt	1.088.716	1.371.766
Passiver		
Medlemmernes formue	1.081.578	1.365.034
Anden gæld	7.138	6.732
Passiver i alt	1.088.716	1.371.766

Finansielle instrumenter i procent

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,9	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	5,2	3,8
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Periodens afkast i procent	5,72	-5,74	-5,09	2,16	1,06
Indre værdi pr. andel	104,29	98,64	99,33	95,67	101,06
Omkostningsprocent	0,85	1,73	0,91	0,94	0,12
Sharpe ratio	-	-	-	-	-
Periodens nettoresultat	32.248	-79.326	-58.280	-5.366	4.935
Medlemmernes formue ultimo	1.081.578	1.365.034	1.079.034	605.279	462.042
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	10.372	13.838	10.863	6.327	4.572

Afdelingsberetning

Denne 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 danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 4,60%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 4,84% i samme periode. Afkastet er højere end ventet, men en anelse lavere end benchmark. Afkastet findes acceptabelt.

Afdelingens afkast blev i halvåret hjulpet af det generelt faldende renteniveau, men også af indsnævringen i kreditspændet.

Relativt til benchmark oplevede afdelingen en vanskelig periode i begyndelsen af året, hvor markedet blev mere risikoavers. Afdelingens overvægt i subordinerede bankobligationer samt i visse obligationer udstedt af emerging markets låntagere reducerede afdelingens afkast relativt til benchmark. Risikoappetitten steg i 2. kvartal, hvilket var positivt for afdelingens investeringer i high yield, spanske statsobligationer og irske virksomhedsudstedelser.

I halvåret har afdelingen imidlertid haft en lavere varighed end benchmarkvarigheden, hvilket kan forklare afdelingens lavere afkast end benchmark.

Afdelingens nettoresultat blev på 41,2 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 947,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 111,26 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 2,9% p.a., svarende til risikoniveau 3 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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.

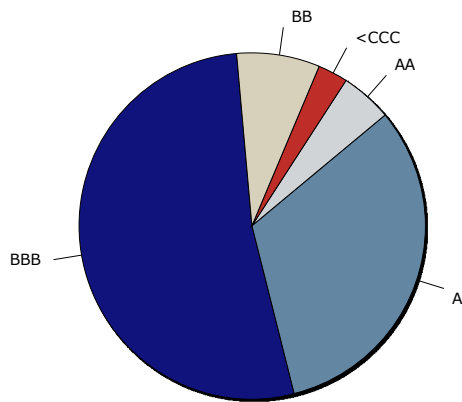
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Renteniveauet forventes at forblive lavt i Europa. Efter indsnævringen i kreditspændet i 1. halvår kan der opstå en pause med yderligere spændindsnævninger i løbet af 2. halvår. Omvendt findes de økonomiske omgivelser understøttende for aktivklassen, så strategien forventes i 2. halvår at blive en overvægt af kreditrisiko.

På den baggrund skønnes afdelingen at levere et beskedent positivt afkast i 2. halvår.

Ratingfordeling



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

Virksomhedsobligationer

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	17.887	16.905
Kursgevinster og -tab	27.093	-14.544
Administrationsomkostninger	-3.817	-3.659
Halvårets nettoresultat	41.163	-1.298

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	9.833	4.109
Obligationer	923.667	875.882
Afledte finansielle instrumenter	3	280
Andre aktiver	26.440	18.867
Aktiver i alt	959.943	899.138
Passiver		
Medlemmernes formue	947.365	897.584
Afledte finansielle instrumenter	320	85
Anden gæld	12.258	1.469
Passiver i alt	959.943	899.138

Finansielle instrumenter i procent

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,6	96,8
Øvrige finansielle instrumenter	6,4	3,2
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012
Periodens afkast i procent	4,60	2,87	-0,11	4,80
Indre værdi pr. andel	111,26	111,72	108,48	104,80
A conto udlodning pr. andel	-	5,50	-	-
Omkostningsprocent	0,41	0,90	0,45	0,47
Sharpe ratio	-	-	-	-
Periodens nettoresultat	41.163	23.881	-1.298	22.478
Medlemmernes formue ultimo	947.365	897.584	827.020	610.655
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	8.515	8.035	7.624	5.827

Afdelingsberetning

Denne 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. Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af amerikanske Harding Loevner LP.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i det globale aktiemarked målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI All Country World Daily TR inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 6,05%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,79% i samme periode. Afkastet er højere end forventningen primo året, men lavere end markedsudviklingen i perioden. Afkastet findes ikke helt tilfredsstillende.

Afdelingens afkast blev i halvåret hjulpet af en god aktieudvælgelse indenfor finanssektoren. Især emerging markets banker som Garanti Bank, Bank Central Asia, HDFC Bank og ICICI Bank steg. Men investering i amerikanske Wells Fargo bidrog også positivt til afdelingens afkast i halvåret.

Afdelingens allokering til sundhedssektoren var også positivt for afkastet i 1. halvår. Især investeringen i Allergan og Shire Pharmaceutical bidrog positivt som følge af overtagelsestilbud.

Afdelingens afkast blev omvendt belastet af aktievalget indenfor IT-sektoren. Selskaber som eBay, ARM Holdings, Mastercard og Informatica trak afkastet ned.

Afdelingens nettoresultat blev på 29,0 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 515,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 122,04 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 13,8% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko, modelrisiko samt selskabsspecifik risiko. Udover spredning på mange markeder søges markedsrisikoen 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.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

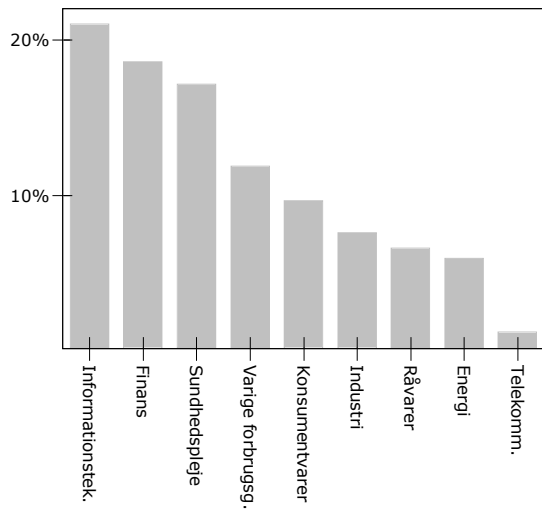
Forventninger

De ledende indikatorer tegner et billede af vækst i det kommende halvår. Især USA ventes at trække den globale økonomiske vækst, men der er også kommet flere tegn på stabilisering og begyndende vækst i visse dele af euroområdet.

De globale aktiemarkeder ventes at blive understøttet af den positive makroøkonomiske udvikling samt af den lempelige pengepolitik i 2. halvår. Der forventes derfor positive afkast på aktier i det kommende halve år.

På den baggrund skønnes afkastudviklingen i afdelingen at blive positiv i 2. halvår.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	4.074	4.974
Kursgevinster og -tab	29.320	12.847
Administrationsomkostninger	-3.761	-3.015
Resultat før skat	29.633	14.806
Skat	-587	-411
Halvårets nettoresultat	29.046	14.395

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	13.132	14.675
Kapitalandele	508.438	420.550
Andre aktiver	5.366	4.115
Aktiver i alt	526.936	439.340
Passiver		
Medlemmernes formue	515.300	434.543
Anden gæld	11.636	4.797
Passiver i alt	526.936	439.340

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	90,3	94,7
Øvrige finansielle instrumenter	9,7	5,3
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013
Periodens afkast i procent	6,05	14,35	4,79
Indre værdi pr. andel	122,04	115,08	105,45
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-
Omkostningsprocent	0,81	1,65	0,88
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat	29.046	49.668	14.395
Medlemmernes formue ultimo	515.300	434.543	371.392
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4.222	3.776	3.522

Afdelingsberetning

Denne 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. Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af amerikanske Harding Loevner LP.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i det globale aktiemarked målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI All Country World Daily TR inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 5,98%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,79% i samme periode. Afkastet er højere end forventningen primo året, men lavere end markedsudviklingen i perioden. Afkastet findes ikke helt tilfredsstillende.

Afdelingens afkast blev i halvåret hjulpet af en god aktieudvælgelse indenfor finanssektoren. Især emerging markets banker som Garanti Bank, Bank Central Asia, HDFC Bank og ICICI Bank steg. Men investering i amerikanske Wells Fargo bidrog også positivt til afdelingens afkast i halvåret.

Afdelingens allokering til sundhedssektoren var også positivt for afkastet i 1. halvår. Især investeringen i Allergan og Shire Pharmaceutical bidrog positivt som følge af overtagelsestilbud.

Afdelingens afkast blev omvendt belastet af aktievalget indenfor IT-sektoren. Selskaber som eBay, ARM Holdings, Mastercard og Informatica trak afkastet ned.

Afdelingens nettoresultat blev på 84,1 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.450,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 122,17 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 13,9% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko, modelrisiko samt selskabsspecifik risiko. Udover spredning på mange markeder søges markedsrisikoen 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.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

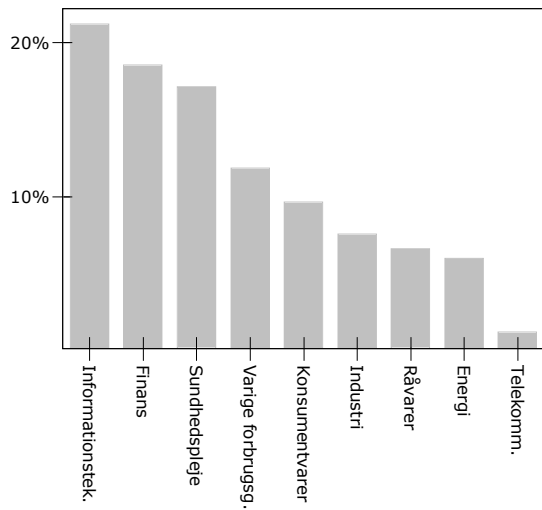
Forventninger

De ledende indikatorer tegner et billede af vækst i det kommende halvår. Især USA ventes at trække den globale økonomiske vækst, men der er også kommet flere tegn på stabilisering og begyndende vækst i visse dele af euroområdet.

De globale aktiemarkeder ventes at blive understøttet af den positive makroøkonomiske udvikling samt af den lempelige pengepolitik i 2. halvår. Der forventes derfor positive afkast på aktier i det kommende halve år.

På den baggrund skønnes afkastudviklingen i afdelingen at blive positiv i 2. halvår.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	11.845	15.589
Kursgevinster og -tab	84.698	39.087
Administrationsomkostninger	-10.823	-9.090
Resultat før skat	85.720	45.586
Skat	-1.645	-1.324
Halvårets nettoresultat	84.075	44.262

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	30.956	45.041
Kapitalandele	1.434.305	1.196.916
Andre aktiver	13.071	11.522
Aktiver i alt	1.478.332	1.253.479
Passiver		
Medlemmernes formue	1.450.531	1.240.066
Anden gæld	27.801	13.413
Passiver i alt	1.478.332	1.253.479

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	91,1	94,5
Øvrige finansielle instrumenter	8,9	5,5
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013
Periodens afkast i procent	5,98	14,38	4,78
Indre værdi pr. andel	122,17	115,28	105,61
Omkostningsprocent	0,81	1,64	0,86
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat	84.075	148.690	44.262
Medlemmernes formue ultimo	1.450.531	1.240.066	1.125.110
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	11.873	10.757	10.654

Afdelingsberetning

Denne 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 små og mellemstore amerikanske eller canadiske selskaber eller i aktier handlet på et reguleret marked i USA eller Canada.

Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af Pembroke Management Ltd.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske small og mid cap aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er Russell 2500 TR i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 2,94%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,56% i samme periode. Afdelingens afkast er i den lave ende af ledelsens forventning primo året og noget lavere end benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Afdelingens afkast blev negativt påvirket af, at de nøglepositioner i porteføljen, der havde klaret sig godt i 2013, stod kursmæssigt stille eller faldt i 1. halvår 2014. Dernæst har der i markedet været stor interesse for biotech-selskaber. Da rådgiverens investeringsstil lægger vægt på alene at investere i selskaber med positive resultater gennem en årrække, har eksponering til biotech-selskaber været minimal.

Afdelingen har i halvåret haft fordel af investering i Susser Holdings, der blev overtaget af Energy Transfer Partners. Omvendt trak investeringen i Mastec afkastet ned som følge af en midlertidig afbrydelse af omsætnings- og indtjeningsvæksten. Rådgiver finder, at fundamentet for selskabets langsigtede vækst fortsat er intakt.

Afdelingens nettoresultat blev på 9,8 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 336,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 120,90 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 18,6% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til små og mellemstore selskaber i USA og Canada, 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.

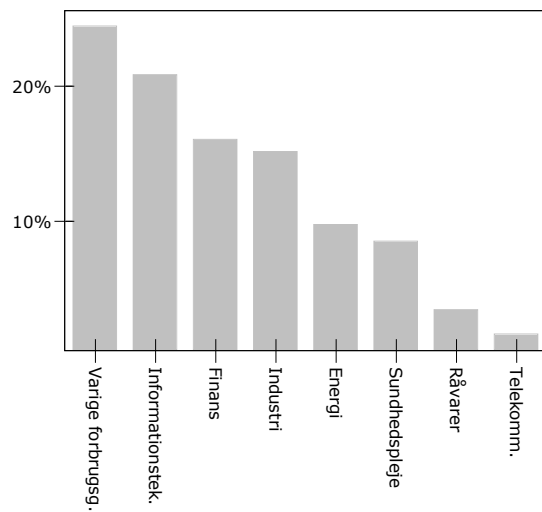
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Den amerikanske økonomi ventes at udvise vækst i de kommende kvartaler, hvilket forventes at understøtte indtjeningsvæksten i det amerikanske aktiemarked i 2. halvår. Markedet kan i de kommende måneder imidlertid blive påvirket af uforudsete chok eller ændrede signaler omkring pengepolitikken i USA, idet dette ikke er indkalkuleret i aktiekurserne.

Foreningens ledelse skønner, at afkastet i afdelingen bliver positivt i 2. halvår.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2014	31. dec. 2013*
Renter og udbytter	300	33
Kursgevinster og -tab	12.232	502
Administrationsomkostninger	-2.639	-275
Resultat før skat	9.893	260
Skat	-56	-3
Halvårets nettoresultat	9.837	257

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	4.401	1.382
Kapitalandele	332.152	296.578
Andre aktiver	4.939	5.212
Aktiver i alt	341.492	303.172
Passiver		
Medlemmernes formue	336.645	301.178
Anden gæld	4.847	1.994
Passiver i alt	341.492	303.172

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	95,9	97,2
Øvrige finansielle instrumenter	4,1	2,8
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013*
Periodens afkast i procent	2,94	17,45	1,02
Indre værdi pr. andel	120,90	117,45	101,02
A conto udlodning pr. andel	-	0,00	-
Omkostningsprocent	0,85	1,13	0,19
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat	9.837	35.812	257
Medlemmernes formue ultimo	336.645	301.178	168.101
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.784	2.564	1.664

*) Afdelingen har været aktiv fra 14. maj 2013.

Afdelingsberetning

Denne 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 små og mellemstore amerikanske eller canadiske selskaber eller i aktier handlet på et reguleret marked i USA eller Canada.

Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af Pembroke Management Ltd.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske small og mid cap aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er Russell 2500 TR i danske kroner.

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

Udvikling i halvåret 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 2,96%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,56% i samme periode. Afdelingens afkast er i den lave ende af ledelsens forventning primo året og noget lavere end benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Afdelingens afkast blev negativt påvirket af, at de nøglepositioner i porteføljen, der havde klaret sig godt i 2013, stod kursmæssigt stille eller faldt i 1. halvår 2014. Dernæst har der i markedet været stor interesse for biotech-selskaber. Da rådgiverens investeringsstil lægger vægt på alene at investere i selskaber med positive resultater gennem en årrække, har eksponering til biotech-selskaber været minimal.

Afdelingen har i halvåret haft fordel af investering i Susser Holdings, der blev overtaget af Energy Transfer Partners. Omvendt trak investeringen i Mastec afkastet ned som følge af en midlertidig afbrydelse af omsætnings- og indtjeningsvæksten. Rådgiver finder, at fundamentet for selskabets langsigtede vækst fortsat er intakt.

Afdelingens nettoresultat blev på 38,0 mio. kr. Ultimo juni 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.161,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 120,93 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2014 været 18,6% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til små og mellemstore selskaber i USA og Canada, 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.

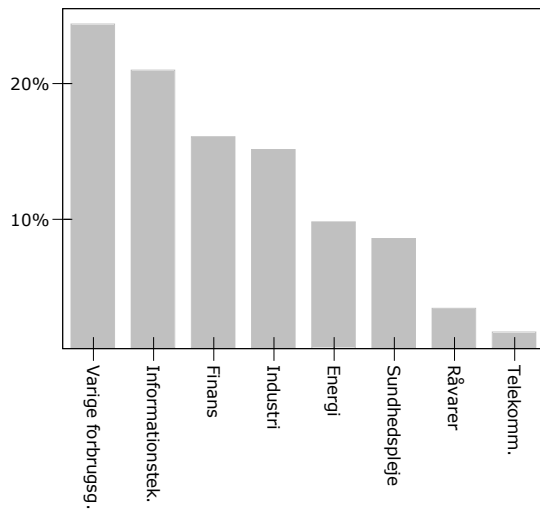
Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2013.

Forventninger

Den amerikanske økonomi ventes at udvise vækst i de kommende kvartaler, hvilket forventes at understøtte indtjeningsvæksten i det amerikanske aktiemarked i 2. halvår. Markedet kan i de kommende måneder imidlertid blive påvirket af uforudsete chok eller ændrede signaler omkring pengepolitikken i USA, idet dette ikke er indkalkuleret i aktiekurserne.

Foreningens ledelse skønner, at afkastet i afdelingen bliver positivt i 2. halvår.

Sektorfordeling



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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2014	31. dec. 2013*
Renter og udbytter	998	104
Kursgevinster og -tab	45.802	5.184
Administrationsomkostninger	-8.583	-847
Resultat før skat	38.217	4.441
Skat	-188	-11
Halvårets nettoresultat	38.029	4.430

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2014	31. dec. 2013
Aktiver		
Likvide midler	12.160	4.910
Kapitalandele	1.154.263	896.283
Andre aktiver	9.855	12.731
Aktiver i alt	1.176.278	913.924
Passiver		
Medlemmernes formue	1.161.348	909.336
Anden gæld	14.930	4.588
Passiver i alt	1.176.278	913.924

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	97,6
Øvrige finansielle instrumenter	3,1	2,4
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013*
Periodens afkast i procent	2,96	17,45	0,93
Indre værdi pr. andel	120,93	117,45	100,93
Omkostningsprocent	0,82	1,02	0,16
Sharpe ratio	-	-	-
Periodens nettoresultat	38.029	128.056	4.430
Medlemmernes formue ultimo	1.161.348	909.336	548.503
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.603	7.742	5.435

*) Afdelingen har været aktiv fra 14. maj 2013.

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 2013. Årsrapporten 2013 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. 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 afrundings-difference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

Nøgletal

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

Der er ingen ændringer i beregningsprincipper i forhold til årsrapporten 2013.

Afkast i procent

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

Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorerens formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo perioden.

Omkostningsprocent

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

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.

Hoved- og nøgletaloversigt	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent						
USA	7,73	21,41	10,47	6,83	-3,29	8,84
USA Akk.	7,81	21,62	10,46	6,67	-3,45	8,77
Europa	1,53	22,28	6,01	7,53	1,29	-3,01
Europa Akk.	1,51	22,63	6,15	7,54	1,23	-2,74
Japan	-0,03	17,73	12,83	1,56	-11,30	10,92
Japan Akk.	-0,02	17,90	13,21	1,93	-10,70	11,61
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	5,67	-14,61	-6,64	8,22	-2,19	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	5,67	-14,66	-6,66	8,06	-2,07	-
Nye Aktiemarkeder	5,57	-5,86	-5,27	3,04	0,56	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	5,72	-5,74	-5,09	2,16	1,06	-
Virksomhedsobligationer	4,60	2,87	-0,11	4,80	-	-
Globale Aktier	6,05	14,35	4,79	-	-	-
Globale Aktier Akk.	5,98	14,38	4,78	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	2,94	17,45	1,02	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	2,96	17,45	0,93	-	-	-
Indre værdi pr. andel						
USA	118,93	116,52	105,90	96,03	85,64	78,45
USA Akk.	132,09	122,52	111,28	99,91	89,06	81,84
Europa	89,41	88,06	76,35	65,64	70,52	59,93
Europa Akk.	104,23	102,68	88,89	74,34	77,86	66,34
Japan	73,56	73,58	70,64	57,46	56,06	58,13
Japan Akk.	76,14	76,15	73,12	59,26	57,47	58,98
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	93,03	89,79	98,17	105,76	96,40	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	102,29	96,80	105,87	106,32	97,22	-
Nye Aktiemarkeder	104,15	98,66	99,28	95,55	100,56	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	104,29	98,64	99,33	95,67	101,06	-
Virksomhedsobligationer	111,26	111,72	108,48	104,80	-	-
Globale Aktier	122,04	115,08	105,45	-	-	-
Globale Aktier Akk.	122,17	115,28	105,61	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	120,90	117,45	101,02	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	120,93	117,45	100,93	-	-	-
A conto udlodning pr. andel (i kr.)						
USA	-	6,20	-	-	-	-
USA Akk.	-	-	-	-	-	-
Europa	-	0,00	-	-	-	-
Europa Akk.	-	-	-	-	-	-
Japan	-	0,00	-	-	-	-
Japan Akk.	-	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	-	1,80	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	-	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	-	0,00	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	-	-	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer	-	5,50	-	-	-	-
Globale Aktier	-	0,00	-	-	-	-
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	-	0,00	-	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	-	-	-	-	-	-

Foreningens noter

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Omkostningsprocent						
USA	0,55	1,37	0,77	0,75	0,81	0,85
USA Akk.	0,49	1,40	0,75	0,74	0,80	0,81
Europa	0,72	1,55	0,82	0,84	0,87	0,92
Europa Akk.	0,77	1,53	0,80	0,80	0,86	0,89
Japan	0,89	1,81	0,94	0,93	1,01	1,14
Japan Akk.	0,84	1,74	0,90	0,91	0,94	0,98
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	0,72	1,40	0,67	0,67	0,81	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	0,69	1,33	0,68	0,67	0,81	-
Nye Aktiemarkeder	0,91	1,83	0,95	0,92	0,14	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,85	1,73	0,91	0,94	0,12	-
Virksomhedsobligationer	0,41	0,90	0,45	0,47	-	-
Globale Aktier	0,81	1,65	0,88	-	-	-
Globale Aktier Akk.	0,81	1,64	0,86	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	0,85	1,13	0,19	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	0,82	1,02	0,16	-	-	-
Sharpe ratio						
USA	1,25	0,95	0,27	-0,23	0,01	-0,41
USA Akk.	1,23	0,95	0,28	-0,21	-0,05	-0,40
Europa	0,94	0,77	-0,07	-0,57	-0,34	-0,59
Europa Akk.	0,95	0,77	-0,08	-0,57	-0,34	-0,58
Japan	0,47	0,46	0,02	-0,59	-0,67	-0,77
Japan Akk.	0,51	0,50	0,05	-0,57	-0,66	-0,77
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	0,06	-0,11	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	0,04	-0,14	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	-	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	-	-	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer	-	-	-	-	-	-
Globale Aktier	-	-	-	-	-	-
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	-	-	-	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	-	-	-	-	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)						
USA	79.892	199.167	113.024	62.794	-42.073	22.252
USA Akk.	210.912	574.306	2.622.437	161.672	-83.629	60.011
Europa	4.971	125.994	33.943	38.096	6.005	-15.518
Europa Akk.	22.954	344.418	97.426	101.460	14.424	-30.381
Japan	2.014	28.752	22.432	2.730	-16.012	9.300
Japan Akk.	3.260	74.816	56.549	6.340	-34.890	24.454
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	25.856	-71.543	-32.097	44.638	-13.754	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	65.188	-199.333	-90.612	93.516	-19.202	-
Nye Aktiemarkeder	18.188	-21.051	-14.178	5.354	2.975	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	32.248	-79.326	-58.280	-5.366	4.935	-
Virksomhedsobligationer	41.163	23.881	-1.298	22.478	-	-
Globale Aktier	29.046	49.668	14.395	-	-	-
Globale Aktier Akk.	84.075	148.690	44.262	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	9.837	35.812	257	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	38.029	128.056	4.430	-	-	-

	1. halvår 2014	2013	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)						
USA	1.118.454	916.306	959.552	1.005.756	1.132.970	799.080
USA Akk.	2.922.760	2.506.525	2.622.437	2.770.848	2.454.863	1.804.614
Europa	711.258	692.090	601.643	577.077	602.289	550.174
Europa Akk.	1.723.899	1.530.134	1.700.630	1.600.974	1.263.892	1.187.559
Japan	172.966	145.297	183.962	148.379	171.842	158.706
Japan Akk.	490.290	442.871	487.950	361.919	393.348	350.776
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	489.678	443.875	438.606	585.786	629.608	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	1.253.402	1.131.475	1.266.721	1.276.499	964.573	-
Nye Aktiemarkeder	476.583	549.845	250.901	228.284	252.979	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	1.081.578	1.365.034	1.079.034	605.279	462.042	-
Virksomhedsobligationer	947.365	897.584	827.020	610.655	-	-
Globale Aktier	515.300	434.543	371.392	-	-	-
Globale Aktier Akk.	1.450.531	1.240.066	1.125.110	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	336.645	301.178	168.101	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	1.161.348	909.336	548.503	-	-	-
Andele ultimo (i 1.000 stk.)						
USA	9.405	7.864	9.061	10.473	13.230	10.186
USA Akk.	22.127	20.459	23.567	27.735	27.563	22.050
Europa	7.955	7.859	7.880	8.791	8.539	9.181
Europa Akk.	16.540	14.902	19.132	21.537	16.234	17.900
Japan	2.352	1.975	2.605	2.582	3.066	2.730
Japan Akk.	6.440	5.816	6.672	6.108	6.844	5.947
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	5.263	4.943	4.467	5.539	6.531	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	12.253	11.688	11.959	12.006	9.922	-
Nye Aktiemarkeder	4.576	5.573	2.527	2.390	2.516	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	10.372	13.838	10.863	6.327	4.572	-
Virksomhedsobligationer	8.515	8.035	7.624	5.827	-	-
Globale Aktier	4.222	3.776	3.522	-	-	-
Globale Aktier Akk.	11.873	10.757	10.654	-	-	-
USA Small/Mid Cap ¹⁾	2.784	2.564	1.664	-	-	-
USA Small/Mid Cap Akk. ¹⁾	9.603	7.742	5.435	-	-	-

1) Afdelingen har været aktiv fra 14. maj 2013.

Investeringsforeningen
Multi Manager Invest
c/o Nykredit Portefølje
Administration A/S
Otto Mønstedes Plads 9
1780 København V

Telefon 44 55 92 00
Fax 44 55 91 72

CVR nr. 29 13 89 13

multimanagerinvest.dk