

Investeringsforeningen  
Multi Manager Invest

Årsrapport

2014



## Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	5
<i>Årsrapporten 2014 i hovedtræk.....</i>	<i>5</i>
<i>Forventninger til 2015.....</i>	<i>7</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2014.....</i>	<i>8</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2014.....</i>	<i>14</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>17</i>
<i>Bæredygtige investeringer.....</i>	<i>23</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>26</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>29</i>
<i>Generalforsamling 2015.....</i>	<i>30</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>30</i>
<i>Forhold vedrørende ledelsen.....</i>	<i>31</i>
Årsregnskaber.....	32
USA .....	32
USA Akk.....	38
Europa.....	43
Europa Akk.....	50
Japan .....	56
Japan Akk.....	62
Nye obligationsmarkeder lokal valuta.....	68
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.....	74
Nye Aktiemarkeder.....	79
Nye Aktiemarkeder Akk.....	84
Virksomhedsobligationer.....	89
Globale Aktier.....	95
Globale Aktier Akk.....	101
US Small/Mid Cap.....	107
US Small/Mid Cap Akk.....	113
Foreningens noter.....	119
Anvendt regnskabspraksis.....	119
Hoved- og nøgletalsoversigt.....	122

Nærværende årsrapport for 2014 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio februar 2015. 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 årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

Investeringsforeningen Multi Manager Invest blev stiftet den 30. september 2005. Ultimo 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.  
US Small/Mid Cap  
US 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](http://multimanagerinvest.dk)

### Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

### Bestyrelse

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

### Depotselskab

Nykredit Bank A/S

### Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### Finanskalender 2015

17. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2014  
8. april Ordinær generalforsamling 2015  
27. august Halvårsmeddelelse 2015

### Porteføljerådgivere

BlackRock (UK)  
Harding Loevner LP  
Investec Asset Management Limited  
Lazard Asset Management Limited  
MFS International UK Limited  
Nykredit Asset Management  
Sands Capital Management  
Standard Life Investments Limited

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 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.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 17. februar 2015

## **Direktion**

### **Nykredit Portefølje Administration A/S**

Jim Isager Larsen

Tage Fabrin-Brasted

## **Bestyrelse**

Tine Roed  
Formand

Kim Esben Stenild Højbye

Mads Jensen

Erik Højberg Nielsen

## Til investorerne i Investeringsforeningen Multi Manager Invest

### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Multi Manager Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis for 15 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

### Revisors ansvar

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

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

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

København, den 17. februar 2015

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Per Rolf Larssen

Jens Ringbæk

Statsautoriserede revisorer

## Årsrapporten 2014 i hovedtræk

- Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 2014 præget af positive aktiemarkeder, stigende dollar samt af faldende renter. Lempelig pengepolitik og geopolitisk uro medvirkede til det overraskende rentefald, mens troen på et økonomisk opsving i USA og jagten på afkast understøttede aktiemarkederne.
- År 2014 blev et vanskeligt år for aktivt forvaltede afdelinger. Sammenlignet med de respektive benchmark gav flertallet af foreningens afdelinger et lavere afkast. Afdelingerne med europæiske aktier, japanske aktier, emerging markets aktier og amerikanske small og midcap aktier gav væsentlige lavere afkast end afdelingernes benchmark, mens afdelingerne med globale aktier og amerikanske large cap aktier gav afkast højere end benchmark. Foreningens afdeling med europæiske erhvervsobligationer og de to afdelinger med emerging markets obligationer gav et afkast lidt lavere end benchmark. Samlet set findes afkastudviklingen i foreningens afdelinger ikke tilfredsstillende for 2014.
- Foreningens formue var 16.438 mio. kr. ultimo 2014 mod 13.506 mio. kr. ultimo 2013.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 1.839,2 mio. kr. i ultimo 2014 mod 1.362,3 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 209,1 mio. kr. i ultimo 2014 mod 192,8 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 1,42% i 2014 mod 1,44% året før.
- På generalforsamling i april 2014 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 ny formand.
- Foreningens økonomiske omgivelser i 2014 blev præget af en skuffende udvikling i den globale økonomiske vækst, hvor alene USA var drivkraften. Stilstanden i Europa, Kina og Japan blev fulgt op af pengepolitiske lempelser, hvilket sammen med lavere inflation fik renterne til at falde til rekordlave niveauer. Det lave renteniveau kombineret med opsving i USA bevirkede en positiv udvikling på de toneangivende aktiemarkeder i 2014.
- Den globale økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2015 og bedre end i 2014. Væksten forventes imidlertid at variere en del kontinenterne imellem, idet alene USA vurderes at være i et egentligt opsving, mens Europa, Kina og Japan fortsat ventes at skulle kæmpe med forskellige økonomiske udfordringer i 2015.
- I 2015 forventes centralbankerne at agere forskelligt. Den amerikanske centralbank skønnes at indlede en forsigtig stramning af pengepolitikken med en forhøjelse af styringsrenten senere på året. Den Europæiske Centralbank har i januar 2015 besluttet at fastholde en lav rente samt igangsætte centralbankens mest omfattende kvantitative lempelser til dato for at sikre fremgang i beskæftigelse og økonomisk vækst samt for at undgå deflation. Renten på korte obligationer skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i 2015, mens markedsrenten på lange obligationer derimod godt kan stige en anelse som følge af den forventede bedre økonomiske situation.
- Med udsigt til moderat makroøkonomisk vækst, lavt rente- og inflationsniveau samt en lav oliepris skønnes virksomhederne at kunne generere indtjeningsvækst i 2015. Dette ventes at medføre et positivt afkast på aktier, men forventeligt på et lavere niveau end opnået i 2014.

- På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse moderat positive afkast i foreningens obligationsafdelinger og positive afkast i foreningens aktieafdelinger i 2015. Væsentlige afkastudsving over året må imidlertid forventes i foreningens afdelinger.



## Forventninger til 2015

Den globale økonomi forventes at udvise moderat vækst i 2015. Vækstraten skønnes imidlertid at variere en del kontinenterne imellem, idet alene USA vurderes at være i et egentligt opsving, mens Europa, Kina og Japan forventes fortsat at skulle kæmpe med økonomiske udfordringer i 2015.

I 2015 vurderes den økonomiske vækst i verden igen at blive trukket af USA. Privatforbruget ventes at stige som følge af en høj jobtilvækst, lavere arbejdsløshed samt lavere energipriser. Erhvervsinvesteringerne samt nettoeksporten skønnes fortsat at være en væsentlig drivkraft til den økonomiske vækst i USA i 2015, trods en forventet opbremsning i investeringerne til udvinding af skiferolie og -gas som følge af den nuværende lave oliepris.

I Europa forventes økonomien i 2015 at påbegynde en svag fremgang, idet arbejdsløsheden skønnes at have toppet. Lav oliepris, lempelig pengepolitik samt det finansielle systems større villighed til udlån til den private sektor vurderes at kunne skabe grobunden for et svagt økonomisk opsving i Europa i 2015.

Opsvinget skønnes imidlertid at være skrøbeligt, idet uro om statsgælden i Sydeuropa kan blusse op igen. Manglende politisk vilje til finanspolitisk tilbageholdenhed som en del af euro-fællesskabet samt til indførelse af nødvendige reformer kan igen udfordre euro-samarbejdet. En række lande har fortsat stigende statsgæld og lav økonomisk vækst, hvilket kan medføre rentestigninger i disse landes statsobligationer.

Udviklingen i Danmark ventes i 2015 at vise en moderat økonomisk fremgang. Husholdningerne skønnes fortsat at have et behov for at konsolidere deres økonomi som følge af det høje gælds niveau, men en bedring i beskæftigelsen og på boligmarkedet ventes sammen med en lav oliepris at gavne den økonomiske vækst i Danmark i 2015.

I Kina skønnes den høje økonomiske vækst at aftage i de kommende år i forhold til tidligere. Den kinesiske økonomi vil i 2015 fortsætte transformationen fra investeringstung vækst til øget forbrug. Dette skift forventes ikke at skabe tilstrækkelig vækst, hvorfor den kinesiske pengepolitik i perioder forventes lempet i 2015.

Den moderate økonomiske vækst på globalt plan ventes ikke at skabe et løn- eller prispres. Tværtimod for-

ventes de lave råvarepriser og herunder især den lave oliepris at skabe perioder med meget lav inflation eller direkte faldende priser i 2015.

I modsætning til de foregående år forventes centralbankerne at agere forskelligt i 2015. Den amerikanske centralbank skønnes at indlede en forsigtig stramning af pengepolitikken med en forhøjelse af styringsrenten senere på året. Stramningen skal ses som et skridt i normaliseringen af den amerikanske pengepolitik og ikke som en reaktion på stigende lønpres eller tegn på inflation. Som i oktober 2014 må ændringer i den amerikanske centralbanks politik forventes at skabe kortvarig uro på de finansielle markeder.

Den Europæiske Centralbank har derimod besluttet at fastholde en lav rente samt igangsætte centralbankens mest omfattende kvantitative lempelser til dato for at sikre fremgang i beskæftigelse og økonomisk vækst samt for at undgå deflation. Yderligere lempelser kan ikke udelukkes. Således kan dårlige økonomiske nyheder i 2015 blive gode nyheder for de europæiske finansmarkeder, idet Den Europæiske Centralbank forventes at reagere med at lempe pengepolitikken yderligere.

De korte markedsrenter skønnes i 2015 at være forankret i Den Europæiske Centralbanks ønske om at fastholde et lavt niveau for styringsrenten i Europa. De lange renter på obligationsmarkederne kan derimod godt udvise en svag stigning i 2014 som følge af opsving i USA samt begyndende bedring i Europa. Høj ledighed og lav inflation ventes imidlertid at øge Den Europæiske Centralbanks køb af obligationer, hvilket vil lægge en dæmper på rentestigningen i Europa.

Afkastpotentialet i aktier afhænger af udviklingen i prisfastsættelsen på aktiemarkederne og af selskabernes evne til at skabe indtjeningsvækst. De seneste par år har de globale aktier oplevet kraftige kursstigninger, uden at indtjeningen har fulgt med i samme grad. I 2015 kan aktier fortsat stige som følge af pengeløshed og forventninger om øget vækst, men uro på de finansielle markeder eller skuffede forventninger til indtjeningen kan i perioder skabe usikkerhed og faldende aktiekurser.

På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse moderat positive afkast i foreningens obligationsafdelinger og positive afkast i foreningens aktieafdelinger i 2015. Væsentlige afkastudsving over året må imidlertid forventes i foreningens afdelinger.

## Udviklingen i foreningen i 2014

### Afkastudviklingen

Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 2014 præget af positive aktiemarkeder, stigende dollar samt faldende renter. Skuffende økonomisk vækst udenfor USA, geopolitisk uro i Ukraine samt fortsat lempelig pengepolitik medførte et overraskende rentefald på de globale obligationsmarkeder i 2014.

År 2014 blev et vanskeligt år for foreningens afdelinger, som er aktivt forvaltede. Aktiemarkedene blev i 1. halvår af 2014 påvirket af en større rotation i markedet forårsaget af det lave renteniveau. I jagten på afkast blev midler fra obligationsmarkedet 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 påvirkede negativt det relative afkast i flere af foreningens afdelinger i 1. halvår 2014. I 2. halvår ændredes markedet, og en del af det tabte merafkast blev vundet ind i nogle af foreningens afdelinger.

Afkastene i foreningens afdelinger med amerikanske aktier har været meget positive på over 28% i 2014. En betydende del af afkastet kan tilskrives den stigende amerikanske dollar, der steg med ca. 13% overfor kroner i 2014. Afkastudviklingen var meget højere end ventet primo året og 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 2014, hvilket er noget lavere end ventet og væsentligt lavere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes utilfredsstillende.

Nye Obligationsmarkeder og Nye Obligationsmarkeder Akk. gav i 2014 afkast på ca. 7%. Den stigende dollar medførte en afkastudvikling højere end ledelsens forventning primo året. Afkastene i afdelingerne var lidt lavere end benchmark, men ledelsen finder afkastudviklingen i afdelingerne acceptabelt.

Afdelingerne Nye Aktiemarkeder og Nye Aktiemarkeder Akk. leverede i året et afkast på ca. 5¾%, hvilket var indenfor det forventede interval, men noget lavere end benchmark. Afkastene findes utilfredsstillende.

Afdeling Virksomhedsobligationer leverede et afkast på over 7½% i 2014, hvilket var noget over ledelsens forventning primo året, men lidt lavere end afdelingens benchmark. Afkastet findes ikke helt tilfredsstillende.

Afkastudviklingen i de to afdelinger med globale aktier leverede afkast på ca. 19%, hvilket var væsentligt højere end forventet primo året som følge af positive aktiemarkeder og stigende dollar. Relativt til afdelingernes benchmark var afkastene højere. Foreningens ledelse finder afkastene i disse afdelinger tilfredsstillende.

Afdelingerne med nordamerikanske small og midcap selskaber gav afkast på 6½% i 2014, hvilket var indenfor det forventede afkastinterval primo året. Afkastene i afdelingerne var imidlertid væsentligt lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen meget utilfredsstillende.

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

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2014 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 1.839,2 mio. kr. mod 1.362,3 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 16.438 mio. kr. ved udgangen af året mod 13.506 mio. kr. ved starten af året.

Den samlede formue i foreningen steg med ca. 22% i 2014, hvilket kan tilskrives årets afkast samt nettoemissioner på samlet 1.184 mio. kr. Selvom foreningens samlede formue er steget, er billedet anderledes på afdelingsniveau. De to afdelinger med aktier i emerging markets lande har haft væsentlige indløsnings i 2014. Derimod havde foreningens øvrige afdelinger nettotilgang.

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

De enkelte afdelingers investeringsområde, profil og risici er beskrevet i de respektive afdelingsberetninger, der er en integreret del af denne ledelsesberetning.

### **Omkostninger i 2014**

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 209,1 mio. kr. mod 192,8 mio. kr. året før. I 2014 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 1,42% mod 1,44% året før.

Afsnittet "Væsentlige aftaler" beskriver de opgaver, som foreningens forskellige samarbejdspartnere udfører, og de omkostninger, foreningen har i den forbindelse.

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

## Afkastudviklingen i 2014

Afdeling	Afkast 2014	Benchmark-afkast 2014
USA	28,3%	28,1%
USA Akk.	28,4%	28,1%
Europa	2,6%	6,6%
Europa Akk.	2,6%	6,6%
Japan	-0,1%	9,1%
Japan Akk.	0,0%	9,1%
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	6,8%	7,2%
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	7,1%	7,2%
Nye Aktiemarkeder	5,7%	11,2%
Nye Aktiemarkeder Akk.	5,8%	11,2%
Virksomhedsobligationer	7,6%	8,0%
Globale Aktier	18,8%	18,4%
Globale Aktier Akk.	19,1%	18,4%
US Small/Mid Cap	6,7%	21,7%
US Small/Mid Cap Akk.	6,3%	21,7%

## Resultat og formue i 2014

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
USA	295,1	1.350,9	141,52
USA Akk.	767,3	3.434,5	157,12
Europa	12,7	755,3	90,17
Europa Akk.	49,9	1.909,4	105,12
Japan	2,5	190,7	73,57
Japan Akk.	3,8	513,0	76,14
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	32,4	548,1	94,05
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	80,6	1.304,2	103,62
Nye Aktiemarkeder	19,0	383,5	104,29
Nye Aktiemarkeder Akk.	42,4	1.020,9	104,33
Virksomhedsobligationer	69,2	1.041,8	114,49
Globale Aktier	98,6	714,1	136,74
Globale Aktier Akk.	265,2	1.653,1	137,26
US Small/Mid Cap	22,9	382,9	125,26
US Small/Mid Cap Akk.	77,6	1.235,3	124,87

## Omkostninger i 2014

Afdeling	Omkostnings- procent 2013	Omkostnings- procent 2014	Aktuel ÅOP
USA	1,37	1,15	1,45
USA Akk.	1,40	0,89	1,37
Europa	1,55	1,56	2,40
Europa Akk.	1,53	1,58	2,42
Japan	1,81	1,94	2,19
Japan Akk.	1,74	1,84	2,15
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	1,40	1,49	1,86
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	1,33	1,44	1,77
Nye Aktiemarkeder	1,83	1,82	1,76
Nye Aktiemarkeder Akk.	1,73	1,76	1,74
Virksomhedsobligationer	0,90	0,93	1,19
Globale Aktier	1,65	1,72	1,99
Globale Aktier Akk.	1,64	1,66	1,96
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	1,13	1,82	2,27
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	1,02	1,77	2,22

Note: 1) Afdelingen har været aktiv siden 14. maj 2014.

## Aktiviteter i foreningen i 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.

### Skift af investeringsrådgiver

Foreningens ledelse arbejder målrettet på at sikre, at foreningens investeringsrådgivere løbende leverer et optimalt afkast under hensyntagen til risiko, investeringsstil og markedsforhold. Bestyrelsen har som opfølgning på Finanstilsynets anbefalinger til investeringsforeningers bestyrelser i 2014 arbejdet med opstilling af afkastmålsætninger mv. for foreningens afdelinger. På basis heraf har bestyrelsen gennemgået afkastudviklingen i foreningens afdelinger, som generelt ikke findes tilfredsstillende for 2014, og vurderet behovet for tiltag.

Efter utilfredshed med afkastudviklingen i afdelingerne Nye Aktiemarkeder og Nye Aktiemarkeder Akk. besluttede foreningens ledelse derfor at udskifte porteføljeforvalteren i afdelingerne. I december 2014 overtog hvervet som porteføljeforvalter fra Wells Capital Management til Sands Capital Management. Investeringsstilen i afdelingerne ændredes samtidig fra en defensiv strategi til en stockpicking strategi med en mere koncentreret portefølje i afdelingerne.

Bestyrelsen vil i 2015 fortsætte arbejdet med at vurdere behovet for tiltag vedrørende investeringsrådgiverne.

## De økonomiske omgivelser i 2014

### Behersket fremgang i den globale økonomi

År 2014 startede med en opbremsningsperiode 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 en anelse, idet den amerikanske økonomi styrkedes, og de kinesiske myndigheder igangsatte en stimulering af den kinesiske økonomi. Den globale økonomi gik atter ind i en svag ekspansionsfase i september, men samlet set har den globale økonomi udviklet sig skuffende i 2014.

### Geopolitisk uro har dæmpet væksten

Krisen mellem Rusland og Ukraine eskalerede gennem 2014 fra først annektering af Krim og derefter grænsestridigheder i det østlige Ukraine med kraftig russisk indblanding. Europa og USA indførte over flere runder en række sanktioner mod Rusland, hvor også aktiviteten for navngivne personer med tilknytning til regeringen og præsident Putin blev stækket i USA og Europa. Rusland svarede igen med importrestriktioner.

Konsekvensen af de gensidige sanktioner begyndte at påvirke Europas eksport til Rusland. Den russiske økonomi viste også svaghedstegn i 2014, og udviklingen peger mod recession i det kommende år. Det er dog primært den faldende oliepris, der har presset Rusland, som får størstedelen af sine eksportindtægter og skatteindtægter fra olie og gas.

Udover ovennævnte påvirkedes de finansielle markeder også af optrapningen af krisen i Syrien/Irak, hvor en række vestlige lande, herunder Danmark, gik ind i konflikten mod bevægelsen Islamisk Stat (IS). Dernæst blev udbruddet af ebola i Vestafrika kilde til uro i 2. halvår af 2014.

### Solid fremgang i USA

Efter en svag start på året, hvor både en kold vinter og en lagerkorrektio n trak ned, bevægede den amerikanske økonomi sig op i fart i 2. kvartal og styrkedes året ud. Tillidsindikatorerne har været positive, og bilsalget er steget kraftigt. Privatforbruget har således været en drivkraft i den øgede økonomiske aktivitet, men gælden faldt alligevel fortsat i husholdningerne. Jobskabelsen gennem 2014 understregede den stabile fremgang i økonomien med den højeste jobvækst siden 1999. Boligmarkedet har på den anden side skuffet en smule. En afgørende faktor i amerikansk økonomi har været udviklingen af skiferolie og -gas, som har medført

øget aktivitet og en markant forbedring af handelsbalancen. Det kraftige prisfald på olie kan på kort sigt få en negativ indvirkning på denne aktivitet i 2015, men olieprisfaldet vurderes samlet set som værende ganske positivt for den amerikanske økonomi.

### Faldende vækst 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 søgte at gennemtvinge en oprydning i den finansielle sektor. Da væksten fra eksporten tillige har været afdæmpet, har den kinesiske økonomi udvist faldende vækstrate gennem 2014, men denne holdt sig fortsat over 7%.

### Abenomics har ikke slået igennem i Japan

Den japanske økonomi blev medio året ramt af recession i kølvandet på en momsforhøjelse på tre procentpoint 1. april. Den politiske beslutning blev truffet for at reducere underskuddet på de offentlige budgetter, men betragtes som et væsentligt tilbageslag for Abenomics, da forbruget faldt mærkbart og vurderes langvarigt at have lidt skade. Samtidig har det politisk knebet med at få truffet nødvendige beslutninger om gennemførelsen af en række reformer, som skulle have udgjort den tredje pil i Abenomics politikken med henblik på at få genskabt væksten i den japanske økonomi.

### Dødvande i Europa

Økonomierne i euroområdet har været præget af stilstand i 2. halvår af 2014, og tillidsindikatorerne mod slutningen af året pegede mod fortsat svag vækst. Tyskland viste i 1. halvår som et af de få europæiske lande tegn på behersket vækst i det offentlige og private forbrug, men konflikten i Ukraine og svaghed i resten af euroområdet medførte, at erhvervsinvesteringerne viste svaghedstegn i 2014. Udviklingen i relationen til Rusland begyndte at påvirke eksporten negativt i andet halvår.

Det skuffende dødvande i europæisk økonomi kan tilskrives fortsat statslig og privat gældsopbygning og manglende politisk handlekraft til at gennemføre nødvendige reformer til sikring af konkurrenceevnen i en række lande som Frankrig, Italien og Grækenland. Dernæst har den finansielle sektor fortsat balanceudfordringer, hvorved Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik har haft svært ved at slå igennem i realøkonomien.



En kombination af lave renter, en svækket euro samt lave energipriser er dog en betydelig stimulanspakke for euroområdet. Dernæst har udviklingen i England været positiv med en vækstrate på ca. 3% i 2014, hvilket har været suppleret af den høje vækst i USA.

## Disinflation truer

Trods fremgangen i den amerikanske økonomi og styrkelsen af den amerikanske dollar medførte faldende råvarepriser og den svage udvikling i den europæiske økonomi en faldende inflation i Europa gennem 2014. Mod slutning af året blev prisudviklingen endda negativ i kølvandet af den kraftigt faldende oliepris i 2. halvår. Den frygtede deflation – om end vurderet som midlertidig – er igen blevet en trussel til stor bekymring for Den Europæiske Centralbank.

Omlægning af økonomien i Kina har sammen med den skuffende vækstudvikling i Europa og Japan medført faldende efterspørgsel på en lang række råvarer.

Prisudviklingen på råvarer faldt derfor i gennemsnit med 34% i 2014 målt med S&P råvareindekset. Råolien medvirkede markant til denne udvikling, idet råolieprisen faldt med 46% gennem 2014. Den kraftigt stigende udnyttelse af skifergas og skiferolie i USA har ændret forsyningssituationen globalt, og i en sådan grad, at OPEC-landene i november ikke kunne blive enige om en reduktion i olieproduktionen, og der udbrød reelt en priskrig på olie mod slutningen af 2014.

Prisen på guld har derimod holdt sig nogenlunde uændret i 2014, trods lav inflation og stigende dollar.

## Centralbankerne i centrum

De ledende centralbanker spillede en væsentlig rolle i den økonomiske udvikling og på de finansielle markeder i 2014.

I modsætning til de foregående år begyndte centralbankerne at agere forskelligt i 2014. Den amerikanske centralbank indledte en nedtrapning af obligationskøbene primo året, og ophørte helt med opkøb af obligationer i markedet i oktober måned. Dermed igangsatte den amerikanske centralbank en gradvis normalisering af pengepolitikken, hvilket afspejlede den solide vækst, der var kommet i amerikansk økonomi i 2014. Styringsrenterne blev holdt uændret, men den amerikanske centralbank signalerede, at styringsrenterne ville blive hævet, når økonomien kan bære det.

Anderledes håndterede centralbankerne i Europa, Japan og Kina udviklingen i 2014 med lempelser i pengepolitikken for at sikre økonomisk fremdrift og jobskabelse. Ved enhver udsigt til dårlige økonomiske nøgletal reagerede centralbankerne med en form for lempelse af pengepolitikken.

Efter at have holdt styringsrenterne i ro i det meste af 1. halvår kom Den Europæiske Centralbank med en pakke af pengepolitiske lempelser primo juni. Udover en større kvantitativ lempelse af pengepolitikken indeholdt pakken negativ indlånsrente på bankers indskud i Den Europæiske Centralbank. Styringsrenten blev sænket i såvel juni som i september.

Den japanske centralbank har gennem 2014 ført en lempelig pengepolitik med betydelige opkøb af obligationer i markedet. Problemet har imidlertid været, at pengeregigheden ikke har medført en øget kreditgivning hos bankerne.

Den kinesiske centralbank havde primo året fokus på at forhindre en prisboble på boligmarkedet og den voldsomme gældsopbygning i økonomien. Negativ udvikling i tillidsindikatorerne i foråret og ud på efteråret medførte imidlertid en række lempelser med øget kreditgivning til bankerne samt en overraskende rentenedsættelse i november. Gennem året tillod den kinesiske centralbank en svækkelse af den kinesiske yuan overfor dollaren.

## Styrkelse af dollaren

Forskellen i den økonomiske udvikling i USA og Europa betød på valutamarkedet en styrkelse af den amerikanske dollar overfor euroen og den danske krone i 2. halvår. Således steg dollaren med 13% i løbet af 2014.

## Markedsudviklingen i 2014

### Overraskende rentefald

Ved indgangen til 2014 var forventningen, at renterne på de internationale obligationsmarkeder havde nået bundniveauet og var langsomt på vej op.

Udviklingen i de internationale obligationsmarkeder blev imidlertid præget af centralbankernes ageren, geopolitisk uro samt af skuffende økonomisk vækst udenfor USA. Selvom den amerikanske centralbank startede processen med normaliseringen af pengepolitikken i USA med fuldt ophør af obligationskøb i markedet, forhindrede dette ikke et uventet, markant fald i renterne gennem 2014.

Over året faldt den 10-årige rente på statsobligationer i USA således fra 3,0% til 2,2%. Rente på de 10-årige tyske euro-statsobligationer faldt fra 2,0% til 0,5% ultimo året. Rente på den 2-årige amerikanske statsobligation steg derimod svagt fra 0,4% til 0,7% i 2014, mens renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation faldt fra lige over 0,2% til -0,1%.

### Positiv udvikling for virksomhedsobligationer

Udviklingen i markedet for virksomhedsobligationer var positiv i 2014 på grund af fortsat rentefald, men også indsnævring i kreditspændet for de mindst risikobetonede obligationer.

Markedet var stabilt i 1. halvår, hvor stemningen var positiv på virksomhedsfronten. Udstedelsesaktiviteten var stor fra både virksomheder og banker. Opkøbsaktiviteten steg og den finansielle gearing øgedes i forhold til indtjeningen uden at dette vakte bekymring i markedet.

I 2. halvår blev markedet præget af uro og usikkerhed. Markedet blev påvirket af den geopolitiske uro i Ukraine, ligesom uklarheden om den politiske linje i Grækenland begyndte at påvirke markedet. Endvidere betød den faldende oliepris, at udstedelser relateret til olieudvindingsselskaber blev ramt af markedsnervøsitet mod slutning af året.

I 2014 skete der i løbet af 2. halvår en polarisering af markedet, hvor de mindst risikobetonede udstedelser oplevede kreditspændsindsnævring, mens de mere risikobetonede udstedelser blev handlet ud i kreditspænd. Især det amerikanske high yield marked, hvor olierelaterede udstedelser udgør en betydelig del af markedet, blev påvirket negativt i 2. halvår.

Europæiske virksomhedsobligationer målt ved Merrill Lynch EMU Corporates gav i 2014 et afkast ca. 8,0% i kr., mens globale high yield obligationer målt ved JP Morgan Global HY indeks gav et afkast på 1,7% i amerikanske dollar.

### Volatilt marked for Emerging Markets Obligationer

Det globale marked for emerging markets obligationer udviklede sig positivt gennem foråret og sommeren for derefter at falde mod slutningen af året i kølvandet på prisfaldet i olien og andre råvarer.

Markedet for emerging markets obligationer denomineret i lokal valuta steg med 7,2% omregnet til danske kroner primært drevet af valutakurseffekter.

### Positiv udvikling på aktiemarkedene

Aktiemarkedene har i 2014 været præget af en positiv kursudvikling. Trods skuffende vækst i Europa, Japan og Kina skabte det økonomisk opsving i USA sammen med pengeregighed og olieprisfaldet i 2. halvår optimismen på aktiemarkedene. Kursudviklingen i 2014 blev imidlertid præget af store udsving.

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 18,4% i 2014, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 28,1%, 6,6% og 9,1% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var ligeledes positiv i 2014, idet MSCI Emerging Markets Free indekset steg med 11,2% i året.

En væsentlig del af årets afkast i danske kroner på det amerikanske aktiemarked kan tilskrives dollarkurstigningen på 13% i 2014.

## Risikoforhold i foreningens afdelinger

### Risiko

Ved enhver investering er der usikkerhed om det fremtidige afkast, og der er samtidig en risiko for at tabe den investerede formue helt eller delvist. Selv ved placering af penge i banken kan der være en risiko for, at banken går konkurs, og indskyderen taber sine penge i det omfang, at beløbet ikke er dækket af en indskydergaranti.

### Standardafvigelse

Risiko kan opfattes på mange måder. I den finansielle verden bliver risiko oftest beskrevet som afvigelser fra det forventede afkast. Jo større afvigelse fra det forventede afkast, man som investor kan opleve, desto større er risikoen.

Et mål for denne risiko er begrebet 'standardafvigelse på afkastet'. Standardafvigelsen på et afkast er et udtryk for afvigelsen i en given periodes afkast i forhold til gennemsnitsafkastet over en længere periode. Jo større afvigelse, desto mere usikker eller risikobetonet er investeringen. Begrænsningen i dette mål er, at beregningen er baseret på historiske afkast, der ikke nødvendigvis siger noget om, hvordan afkastet vil udvikle sig i fremtiden.

### Maksimalt registreret kursfald

Mange investorer tænker mest på risiko som risikoen for store tab på deres investeringer. Dette kan opgøres på flere måder. Tabellen sidst i dette afsnit viser det maksimale fald i indre værdi registreret over løbende 12 måneder samt det maksimalt registrerede fald i indre værdi uanset tidsperiode – opgjort for hver enkelt afdeling i foreningen. For afdelinger, der kun har eksisteret i kort tid, er beregningerne suppleret med maksimalt kursfald for benchmark.

Også disse mål er afhængige af historiske data, og fremtidige tab kan derfor risikere at blive større.

### Risikoskalaen i Central Investorinformation

Risikoskalaen i Central Investorinformation (CI) angiver en risikovurdering af en afdeling. Skalaen går fra 1 til 7, hvor 7 angiver den mest risikobetonede investering.

Tabellen sidst i afsnittet viser indplaceringen af foreningens afdelinger på risikoskalaen ultimo 2014. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

### Risikovurdering

Som det fremgår af efterfølgende tabel, indeholder foreningen primært afdelinger med høj risiko, idet standardafvigelser, tal for maksimalt tab samt CI-risikoklasse er relativt høje. Eneste undtagelse er de to afdelinger med emerging markets obligationer og afdeling Virksomhedsobligationer, hvor risikoen vurderes til middel.

Baseret på disse tal og på historiske erfaringer med de enkelte aktivklasser har foreningen desuden angivet en risikovurdering af afdelingerne ud fra foreningens egen risikoskala med kategorierne lav, middel og høj risiko.

## Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standard-afvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risiko-vurdering
USA	15,1%	42,1%	48,9%	6	Høj
USA Akk.	15,1%	40,6%	48,4%	6	Høj
Europa	17,4%	55,6%	62,4%	6	Høj
Europa Akk.	17,4%	56,4%	63,1%	6	Høj
Japan	18,7%	47,1%	60,5%	6	Høj
Japan Akk.	18,6%	47,2%	61,9%	6	Høj
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	9,6%	20,8%	20,8%	4	Middel
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	9,6%	20,7%	20,7%	4	Middel
Nye Aktiemarkeder	16,1%	23,5%	23,5%	6	Høj
Nye Aktiemarkeder Akk.	16,2%	23,1%	23,1%	6	Høj
Virksomhedsobligationer	2,9%	4,9%	4,9%	3	Middel
Globale Aktier <sup>1)</sup>	13,8%	20,3%	20,3%	5	Høj
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	13,9%	20,3%	20,3%	5	Høj
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	18,4%	25,1%	25,1%	6	Høj
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	18,4%	25,1%	25,1%	6	Høj

Note:

For afdelinger med en levetid på under 3 år er ovennævnte risikonøgletal baseret på afkasttal der er blevet suppleret med benchmarkafkast.

## Risikofaktorer og risikostyring

Risikoen for afkastudsving i foreningens afdelinger afhænger af en række forskellige risikofaktorer samt af de foranstaltninger, foreningens ledelse har besluttet for at styre risikoen. Risikofaktorerne varierer fra aktivklasse til aktivklasse og fra afdeling til afdeling.

Se hvilke af de nævnte risikofaktorer, der er særligt relevante for de enkelte afdelinger, i afdelingsberetningerne.

### Aktiemarkedsrisiko

Kursudviklingen på aktiemarkedene kan til tider svinge voldsomt, og kursværdien på aktier kan falde meget og hurtigt. Aktiemarkedene kan blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings aktieinvesteringer. Desuden vil markedsmæssige, sektormæssige, nationale, regionale eller generelle økonomiske forhold kunne påvirke værdien af en afdelings investering både positivt og negativt.

Markedsrisikoen søges ikke begrænset i foreningens aktieafdelinger, idet den nuværende investeringspolitik er, at der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Derudover er der heller ikke sat grænser for porteføljernes samvariation (beta) med de respektive aktiemarkeder.

### Emerging markets-risiko

Emerging market dækker lande i Østeuropa, Latinamerika, Afrika og Asien. Fælles for landene er, at de kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet og risiko for fx nationalisering og konfiskation af private virksomheder eller statslig overvågning og kontrol. Korruption kan være udbredt. De finansielle markeder kan være præget af usikre forhold omkring depoter, registrering og afvikling, og den økonomiske udvikling kan være usikker og forbundet med risiko for devaluering af valutaen og hyperinflation. Desuden kan likviditeten på emerging markets være lav som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer, og effekten kan være langvarig. Emerging markets kan således være forbundet med risici, som ikke findes på de udviklede finansielle markeder.

### Gearingsrisiko

Hvis en afdeling bruger gearing, vil udsvingene i afdelingens afkast sammenlignet med afkastet på markedet blive forstærket i både positiv og negativ retning. Gearing kan medføre, at afdelingen kan få tab, der er større end den indskudte kapital i afdelingen. Der kan

derfor være risiko for, at afdelingen kan gå konkurs, og at investor taber hele sin investering i afdelingen.

Afdelingerne Nye obligationsmarkeder lokal valuta og Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk. har mulighed for at anvende afledte finansielle instrumenter på ikke-dækket basis. Dette betyder, at afdelingerne har mulighed for at have en højere eksponering til såvel valuta som obligationer end 100% af afdelingernes respektive formuer. Afkastudviklingen kan derfor vise større udsving end markedsudviklingen og dermed være mere risikobetonet.

### Geografisk risiko

Investering i værdipapirer i et begrænset geografisk område eller ét enkelt land giver en særlig risiko. Fx kan de finansielle markeder i det pågældende område eller land blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings investering. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i det enkelte område eller land, fx valuta og renteniveau, påvirke investeringens værdi.

Således må det forventes, at risikoniveauet er højere i en geografisk afgrænset afdeling end i en global afdeling, når der ses bort fra eventuelle forskelle i eksponering til valutarisiko.

### Kreditrisiko

Kreditrisiko knytter sig især til en afdelings investering i obligationer. En obligation indebærer en risiko for tab, hvis udstederen ikke kan overholde sine betalingsforpligtelser i form af rente og afdrag på obligationsgælden.

Foreningens to obligationsafdelinger, Nye obligationsmarkeder lokal valuta og Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk., investerer primært i emerging markets statsobligationer, hvor kreditrisikoen af visse stater må anses som værende høj. Foreningens tredje obligationsafdeling, Virksomhedsobligationer, investerer primært i virksomhedsobligationer med en investment grade rating. Afdelingen kan imidlertid investere maksimalt 15% af sin formue i high yield obligationer og obligationer uden en rating. Risikoen i disse obligationer anses som værende middel.

Risikoen i afdelingerne styres ved, at der som udgangspunkt investeres maksimalt 5% af formuen i en enkelt udsteder. Der kan dog investeres op til 10% i en enkelt udsteder, såfremt sådanne investeringer samlet ikke udgør over 40% af en afdelings formue.

Hvis udsteder er et OECD-land og/eller et EU-land, kan der investeres indtil 100% af en afdelings midler i disse landes statsobligationer.

Tabellen herunder viser, hvordan investeringerne i foreningens obligationsafdelinger ultimo 2014 er fordelt på udstedere med forskellig kreditrisiko.

## Fordeling på udsteder ultimo 2014

Afdeling	Andel i statsobligationer	Andel i kreditobligationer	Andel i erhvervsobligationer
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	98,0%	-	2,0%
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	98,5%	-	1,5%
Virksomhedsobligationer	2,1%	-	97,9%

Note: Andel i statsobligationer inkluderer statsgaranterede obligationer.

### Likviditetsrisiko

I særlige tilfælde kan lokale, nationale eller globale forhold betyde, at nogle værdipapirer og valutaer kan være svære at købe og/eller sælge. Det kan fx være, fordi der kun er udstedt få værdipapirer af den pågældende slags, så større køb eller salg kan presse markedsprisen på værdipapirer meget enten op eller ned. Det kan i sig selv påvirke værdien af afdelingens investeringer. Det kan i sjældne tilfælde betyde, at afdelingen må suspendere indløsning og salg af nye investeringsbeviser i en kortere eller længere periode.

### Modelrisiko

En afdeling, der bruger en model til at udpege investeringsmuligheder med højt forventet afkast, medfører en særlig risiko. Modeller er typisk baseret på analyser af historiske data og adfærdsmønstre. Det kræver lang historik at vise, at en model virker efter hensigten, og der er ingen garanti for, at de mønstre, modellen finder, vil gentage sig i fremtiden. Modeller kan således ikke forudsige fremtidige afkast. Der kan betyde, at afkastet i afdelingen ikke bliver som ventet.

### Modpartsrisiko

Når en afdeling investerer i afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som fx ADR's og GRD's, eller foretager udlån af værdipapirer kan der være en risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser. Det kan betyde et tab for afdelingen.

### Operationelle risici

Den almindelige drift i foreningens afdelinger indebærer risiko for fejl, der kan give tab for afdelingerne. Foreningen har delegeret hovedparten af sin aktivitet, og risikoen for operationelle fejl ligger derfor hos investeringsforvaltningsselskab, investeringsrådgivere og depotselskab. Disse samarbejdspartnere har fokus på at minimere denne risiko ved hjælp af forretningsgange, it-systemer og kontroller.

Bestyrelsen følger løbende udviklingen i opståede fejl for at sikre, at disse ikke sker igen.

### Rente- og obligationsmarkedsrisiko

En afdeling, der investerer på obligationsmarkeder, vil være udsat for risiko ved svingende renteniveau. Renteniveauet bliver påvirket af både nationale og internationale makroøkonomiske forhold, som fx konjunkturer, finans- og pengepolitik og inflationsforventninger. Når renteniveauet stiger, betyder det kursfald på obligationer, så værdien af en afdelings investering falder. Renterisikoen kan beskrives ved begrebet varighed, som bl.a. er et udtryk for kursrisikoen på de obligationer, afdelingen investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

I tabellen nedenfor er angivet varigheden for foreningens obligationsafdelinger ultimo 2014.

## Renterisiko i obligationsafdelinger ultimo 2014

Afdeling	Varighed ultimo 2014	Varighedsbegrænsning
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	4,3	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	4,3	-
Virksomhedsobligationer	4,8	-

Note: Varighedsmålet er den korrigerede varighed.

En varighed på 3 år angiver, at en rentestigning på ét procentpoint vil medføre et kursfald på ca. tre procent i afdelingen.

For afdelingerne Nye obligationsmarkeder lokal valuta og Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk. er der ikke vedtægtsmæssige eller prospektmæssige begrænsninger på varigheden. Investeringsstilen i afdelingerne er dog ikke at tage væsentlig varighedsmæssig risiko i forhold til afdelingens benchmark, hvorfor varigheden i afdelingerne normalt vil ligge tæt på

benchmarkvarigheden (4,9 år ultimo 2014).

Afdeling Virksomhedsobligationer har ligeledes ingen vedtægtsmæssig eller prospektmæssig grænse for varigheden.

### Risiko på investeringsrådgivning

I afdelinger med en aktiv investeringsstrategi vil der være risiko forbundet med investeringsrådgivningen. Afdelingens afkast vil være afhængig af den rådgivning, foreningen får, og kan dermed være forskelligt fra afkastet på markedet.

### Risiko ved investeringsstil

En afdeling, der er afgrænset til at investere i en særlig del af aktie- eller obligationsmarkedet, har en risiko for, at efterspørgslen på de finansielle markeder i perioder flytter væk fra denne særlige del af markedet. I disse perioder kan værdien af afdelingens investeringer falde eller give et lavere afkast end markedet.

### Risiko ved kreditspænd/rentespænd

Kreditspænd/rentespænd udtrykker renteforskellen mellem sikre statsobligationer og andre obligations typer, der er udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie i form af ekstra rente, som investor får, for at påtage sig en ekstra kreditrisiko ved investeringer i de andre mindre sikre obligationer. I perioder med uro på de finansielle markeder kan rentespændene udvide sig hurtigt og meget, og det kan give kurstab på en afdelings investeringer.

### Udstederspecifik risiko

Et enkelt værdipapir vil kunne svinge mere i værdi end det samlede marked og vil dermed kunne give et afkast, der er meget forskelligt fra markedets. Værdien af det enkelte værdipapir vil bl.a. afhænge af indtjeningen hos udstederen, fx selskabet bag en aktie eller en virksomhedsobligation, som igen kan være påvirket af fx lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige og likviditetsmæssige forhold. Hvis en afdeling investerer en stor procentdel af sin formue i ét enkelt værdipapir, bliver den mere følsom overfor udviklingen hos denne udsteder, og værdien af afdelingen kan variere meget. Hvis udsteder går konkurs, kan afdelingen få et tab.

Styring af udstederspecifik risiko sker ved begrænsning af positioner i det enkelte selskab. I foreningens afdelinger anvendes den begrænsning, der er i lov om investeringsforeninger m.v. Dette medfører, at der maksimalt må investeres 5% af formuen i en enkelt udstedelse. Der kan dog investeres op til 10% i en enkelt udstedelse, såfremt sådanne investeringer samlet ikke udgør over 40% af en afdelings formue.

Investeringsstilen og investeringsuniverset bevirker, at der er forskel i spredningen af porteføljen i foreningens enkelte aktieafdelinger. I foranstående tabel er angivet mål for spredningen af porteføljen i foreningens aktieafdelinger ultimo 2014.

Af tabellen fremgår, at der er en rimelig spredning på selskaber i foreningens afdelinger, men afdelingerne Japan, Japan Akk., Nye Aktiemarkeder, Nye Aktiemarkeder Akk., USA Small/Mid Cap og USA Small/ Mid Cap Akk. er afhængige af afkastudviklingen i få aktier med en eksponering på op til 6,5% i et enkelt selskab og op til 28% på de 5 største selskaber i porteføljen. Afkastudviklingen i disse afdelinger vil i højere grad end de øvrige afdelinger være eksponeret til udstederspecifik risiko, og afkastet kan derfor afvige en del fra benchmarkudviklingen.

Tabellen herunder beskriver spredningen af porteføljen i foreningens aktieafdelinger ultimo 2014.

### Koncentration i aktieafdelingerne ultimo 2014

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
USA	206	3,6%	12%
USA Akk.	208	3,7%	12%
Europa	83	4,9%	19%
Europa Akk.	89	5,0%	19%
Japan	28	6,0%	28%
Japan Akk.	28	6,0%	28%
Nye Aktiemarkeder	40	6,5%	21%
Nye Aktiemarkeder Akk.	40	6,6%	21%
Globale Aktier	64	3,1%	13%
Globale Aktier Akk.	64	3,1%	13%
US Small/Mid Cap	41	5,0%	22%
US Small/Mid Cap Akk.	41	4,9%	22%

## Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver en risiko ved omveksling fra udenlandske valutaer til danske kroner, fordi valutakurserne kan svinge. Disse udsving kan påvirke værdien af investeringerne i en afdeling, der investerer i udenlandske værdipapirer i både positiv eller negativ retning. En afdeling, som investerer i danske værdipapirer, har fx ingen direkte valutarisiko, mens en afdeling, som investerer i europæiske værdipapirer, har begrænset valutarisiko. En afdeling, som systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko.

Afdeling Virksomhedsobligationer investerer primært i obligationer udstedt i euro. Afdelingen kan desuden investere i obligationer udstedt i andre valutaer, men for at begrænse valutakursrisikoen afdækkes valutarisikoen, så der maksimalt er uækkede positioner på 5% af formuen i andre valutaer end euro og danske kroner.

Foreningens aktieafdelinger afdækker ikke valutarisikoen.

Tabellen herunder viser den procentvise fordeling af investeringer på en række valutaer i foreningens aktieafdelinger ultimo 2014.

## Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2014

Afdeling	DKK og EUR	USD relateret	GBP	JPY	Øvr.
USA	-	100%	-	-	-
USA Akk.	-	100%	-	-	-
Europa	48%	-	41%	-	11%
Europa Akk.	48%	-	41%	-	11%
Japan	-	-	-	100%	-
Japan Akk.	-	-	-	100%	-
Nye Aktiemarkeder	7%	24%	4%	-	65%
Nye Aktiemarkeder Akk.	7%	24%	4%	-	65%
Globale Aktier	10%	67%	3%	9%	11%
Globale Aktier Akk.	10%	67%	3%	9%	11%
US Small/Mid Cap	-	100%	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	-	100%	-	-	-

Af tabellen fremgår, at den mindste beholdning i valutaer, der svinger meget overfor kroner, findes i afdelingerne Europa og Europa Akk. I sammenligning med de øvrige afdelinger anses risikoen for afkastudsving som følge af valutakursændringer som mindre, men afdelingerne påvirkes af udsving i engelske pund overfor danske kroner.

En stigning eller et fald i dollaren overfor danske kroner vil have størst effekt på afkastet i afdelingerne USA, USA Akk., USA Small/Mid Cap, USA Small/Mid Cap Akk., Globale aktier og Globale aktier Akk.

I ingen af foreningens aktieafdelinger kan valutarisikoen siges at være begrænset.



## Bæredygtige investeringer

Opblusning af regionale konflikter med efterfølgende sanktioner, fødevareskandaler, indsats mod korruption og klimaforandringer var med til at sætte dagsordenen for værdipapirer på verdens markeder i 2014. Meget forskellige og vanskelige emner som alle relaterede sig til Multi Manager Invests arbejde med bæredygtige investeringer.

Politikken for bæredygtige investeringer, der sætter rammen for dette arbejde, formulerede foreningen i 2009 i samarbejde med Nykredit koncernen. Politikken er i sin helhed beskrevet på foreningens hjemmeside.

### Politik hvilende på bredt anerkendte konventioner og normer

Politikken for bæredygtige investeringer i Multi Manager Invest hviler på den erkendelse, at bæredygtighed kan være katalysator for mindre risiko og bedre afkast. Politikken omfatter også investeringen af Nykredit koncernens egne midler.

Grundlaget for foreningens politik for bæredygtige investeringer er UN PRI's seks principper for ansvarlige investeringer. Foreningens distributør og investeringsrådgiver, Nykredit, har tilsluttet sig disse principper, og står for kontakten til UN PRI. Ligesom politikken så er den årlige rapportering til UN PRI om arbejdet med de seks principper tilgængelig på hjemmesiden.

### Politikken i praksis

Foreningen har indgået et samarbejde med Nykredit om den praktiske håndtering af politikken for bæredygtige investeringer. Nykredits egen afdeling for bæredygtige investeringer får bistand fra eksterne eksperter til screening og analyser af selskaber samt aktivt ejerskab. MSCI ESG Research bistår med screening og analyser, mens Ethix rådgiver om aktivt ejerskab.

Nykredit screener hvert kvartal udstedere af såvel aktier som obligationer i foreningens afdelinger. Blandt de 665 virksomheder i afdelingernes porteføljer har Nykredit fundet flere tilfælde på brud på bredt anerkendte FN-konventioner eller Global Compact's principper.

### Dialog og aktivt ejerskab

Respekten for international ret deler foreningen med langt størstedelen af verdens selskaber. Hvis et selskab, som foreningen investerer i, mod forventning udviser en adfærd i sin forretning, der er i strid med international ret, ønsker foreningen som udgangs-

punkt via dialog og aktivt ejerskab at påvirke selskabet til at overholde gældende international ret.

Foreningen gør af flere årsager denne ekstra indsats frem for blot at sælge aktien eller obligationen. For det første for at få rettet op på problemet, hvis der er en mulighed for det. For det andet kan der være en langsigtet gevinst ikke bare for samfundet, men også for virksomheden selv og dermed for ejerne, hvis virksomheden retter op på problemet. Derfor indgår dette også i UN PRI's principper.

### Systematik i processen

Aktivt ejerskab forudsætter klare mål, tidsgrænser og ikke mindst vedholdenhed. Nykredit og rådgiveren Ethix har en stribe værktøjer til rådighed i denne proces. Udover direkte møder med selskabet, deltagelse i selskabets generalforsamling, så kan processen også inkludere samarbejde med andre investorer. I løbet af processen evaluerer Nykredit løbende udviklingen i det aktive ejerskab. Hvis det ikke er realistisk at nå målet, så ekskluderes selskabet fra investeringsuniverset. Ved udgangen af året var 21 selskaber ekskluderet. Listen er offentligt tilgængelig via foreningens hjemmeside.

### Eksempler på foreningens aktive ejerskab

Ved årets udgang drev Multi Manager Invest aktivt ejerskab med 5 selskaber. I løbet af året er flere aktive ejerskaber afsluttet. Det er eksempelvis Halliburton. Selskabet har erkendt medvirken til korruption i Nigeria og bl.a. betalt 6,5 mio. USD i bøde til African Development Bank. På baggrund af forliget og nye tiltag fra selskabets side for at undgå gentagelse har amerikanske myndigheder afsluttet sagen. Efter råd fra Ethix indstillede foreningen ligeledes sit forløb.

I sidste årsrapport skrev foreningen om sit aktive ejerskab med Chevron. Selskabet dumpede i en årrække tusindvis af liter giftigt affald i Ecuadors jungle. Ecuadors retssystem idømte i februar 2011 Chevron en bøde på 9 mia. USD. Chevron har ikke længere aktiviteter i landet og forsøger at undgå opkrævning af denne bøde. Ligesom sidste år forsøgte en større gruppe aktionærer at vedtage et forslag på selskabets generalforsamling, der pålægger selskabet at styrke de miljøøkonomiske kompetencer i bestyrelsen. Mere end hver femte aktionær stemte for forslaget. Selskabet har ikke foretaget sig yderligere og var desuden involveret i endnu en forurening - denne gang i Argentina. Foreningen har kraftigt reduceret sin beholdning i selskabet mod årets afslutning.

### De besatte områder i Palæstina

Problemstillingen omkring de besatte områder hidrører som udgangspunkt til Folkeretten. Særligt de seneste to år er FN og EU blevet meget mere præcise i spørgsmålet om, hvordan selskaber bør opføre sig, hvis de har aktiviteter i besatte områder. Det er meget betragtelige ændringer, emneområdet har gennemgået.

Det begyndte med rapporten fra særligt udsendte rapportør, R. Falk, offentliggjort den 19. september 2012 (dokument nr. A/67/379) samt afsnit 117 i den udvidede baggrundsrapport udsendt sammen med denne. Rapporten slog endegyldigt fast, at FN's afgørelser vedrørende de besatte palæstinensiske områder ikke kun var gældende for myndigheder, men at også virksomheder havde en forpligtelse til at orientere sig, så de ikke implicit modarbejdede disse afgørelser.

Sideløbende med flere opfølgende rapporter vedtog FN-landene UN Guiding Principles on Business and Human Rights. Implementeringen af disse principper er netop påbegyndt. Den danske stat lancerede tidligere i år en plan for implementeringen af disse, ligesom OECD har en arbejdsgruppe dedikeret dette emne.

Den 6. juni 2014 offentliggjorde UN Human Rights Council's working group en rapport, der netop med udgangspunkt i de nye UN Guiding Principles, understreger selskabers forpligtelse til at undersøge, om deres aktiviteter i et besat område medvirker til brud på menneskerettigheder. Dermed ligger forpligtelsen hos selskabet frem for på et nationalt/overnationalt niveau.

En måned senere fulgte en række EU-lande op på rapporten med en anbefaling til selskaber om at tage sig i agt og orientere sig ved aktiviteter i besatte områder, da ejendomsrettigheder i disse områder er uafklarede, og EU-landene vanskeligt ville kunne forsvare selskabernes interesser i forbindelse med en fredsaftale.

Multi Manager Invest forholder sig til den enhver tid gældende international retsorden og i den forbindelse også de krav, der stilles til virksomheder, herunder de særlige krav til due diligence, hvis de opererer i besatte områder. Når kravene skærpes, som det er set henover sommeren 2014, så skærpes foreningens krav tilsvarende. Det uanset om der er tale om de besatte palæstinensiske områder, Vestsahara eller et helt tredje område.

Det har eksempelvis relevans for et selskab som Alstom. Gennem Ethix har foreningen drevet aktivt ejerskab med selskabet på baggrund af dets involvering i

et jernbaneprojekt, der forbinder Jerusalem med bosættelser i besatte områder. Med den nye rapport fra FN om Guiding Principles i besatte områder, er det foreningens forventning, at det kommende år vil byde på flere fremskridt i relation til bl.a. Alstom.

### Screening af statsobligationer

Foreningen implementerede i juni 2012 en politik for ansvarlig investering i statsobligationer. Udgangspunktet er udelukkelse af investeringer i statsobligationer fra lande omfattet af finansielle sanktioner mod landet eller ledende personer i landet. Nykredit anerkender, at respekt for menneskerettigheder, demokrati, fokus på uddannelse, korruptionsbekæmpelse mv. kan fortælle meget om et lands udvikling. Nykredits eksterne forvalter på udviklingslandes statsobligationer, Investec, anvender da også netop disse kriterier i vurderingen af pris og potentiale for den enkelte statsobligation. Som led i overvågningen anvender Nykredit OECD's kreditrating af lande.

Der er i det forløbne år ikke sket ændringer i Nykredits eksklusionsliste på dette område, der også er tilgængelig på foreningens hjemmeside.

Ved udgangen af 2013 satte foreningen potentielle køb af obligationer udstedt af Egypten på hold. Jasmin-revolutionen i 2012, der ledte til afsættelsen af Mubarak og afholdelsen af demokratisk valg, gjorde landet interessant. Særligt set i lyset af at landet klarer sig rimeligt med hensyn til uddannelse og korruption. Foreningen satte dog potentielle investeringer på pause efter uro omkring den nye forfatning og afsættelsen af præsident Mursi. I 2014 blev kuppgeneralen valgt til præsident ved et internationalt anerkendt valg, der dog havde nogle alvorlige kritikpunkter. Samtidig melder Amnesty Internationalt om myndigheders overgreb mod tilhængere af afsatte præsident Mursi. Freedom House vurderer ligeledes, at den politiske frihed i landet er gået tilbage. På den baggrund er obligationer fra landet indtil videre holdt ude af foreningen.

### EU's sanktioner mod Rusland

Konflikten i Ukraine og ikke mindst de udenrigspolitiske spændinger mellem EU og Rusland har i den grad præget det europæiske marked i 2014. Foreningen har meget begrænsede midler investeret i Rusland. Alligevel har omfanget og kompleksiteten af finansielle sanktioner mod Rusland medført en stor ekstra arbejdsindsats for at implementere sanktionerne i foreningens systemer, holde dem ajour og ikke mindst holde listen over samtlige omfattede datterselskaber opdateret.

Ved udgangen af året var mere end 30 russiske selskaber omfattet, herunder de fem største banker og de tre største olieselskaber. Disse selskaber har mere end 400 datterselskaber. Foreningen havde ved årets udgang investering i et enkelt selskab (Sberbank) på sanktionslisten på omkring 2 mio. kr. Investeringen blev foretaget inden krisen og sanktionernes ikrafttræden og er dermed ikke i strid med sanktionerne.

### **Fokus på bløde emner i selskaberne**

Foreningen er af den overbevisning, at selskaber, der drives sundt, også er sunde investeringer. Som led i den fortsatte udvikling af viden og produkter har Nykredit testet sammenhæng mellem afkast og bløde værdier. Nykredit har sammenlignet 5.000 selskabers afkast med analyser af deres adfærd i forhold til miljø (E), sociale forhold (S) og god selskabsledelse (G). De sidste to år har de mest ansvarlige blandt de 5.000 undersøgte selskaber givet dobbelt så meget i afkast som de mindst ansvarlige.

Resultatet af undersøgelsen har skærpet Nykredits overbevisning om, at selskabers adfærd på de 'bløde' emner har betydning for selskabets værdi. For rådgiveren er det sundt fornuft, at et selskab, der aktivt forholder sig til de muligheder og risici, som det står overfor, vil skabe et bedre afkast for investorerne.

I Multi Manager Invest anvendes denne viden systematisk i de to aktieafdelinger med amerikanske large cap aktier samt ved udvælgelse af nye investeringsrådgivere og ikke mindst ved risikoovervågning.

## Fund Governance

### Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsforeninger mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Der er detaljerede myndighedsregler for ledelsen af foreningen. De grundlæggende rammer er fastlagt i lov om investeringsforeninger m.v. Hertil kommer konkrete anvisninger i bekendtgørelsen om ledelse, styring og administration af investeringsforeninger samt vejledninger og anbefalinger fra Finanstilsynet.

Foreningens øverste myndighed er generalforsamlingen, der bl.a. skal vælge en bestyrelse og en revisor for foreningen.

Bestyrelsen har udpeget et investeringsforvaltningsselskab, Nykredit Portefølje Administration A/S, der skal fungere som direktion og lede foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt et depotselskab, Nykredit Bank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parters funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

Investeringsfundsbranchen (IFB), der er investeringsfondenes brancheorganisation, har udarbejdet et sæt anbefalinger til sine medlemmer om Fund Governance samt Best Practice for bestyrelser. Samtidig har NASDAQ OMX Copenhagen A/S besluttet, at de offentligt handlede selskaber skal forholde sig til reglerne for god selskabsledelse på "følg-eller-forklar"-basis. Det er bestyrelsens holdning, at foreningen som udgangspunkt følger IFR's anbefalinger, og at foreningen herudover bør være opmærksom på de til enhver tid gældende Corporate Governance regler for offentligt handlede selskaber.

### Generalforsamling og investorforhold

Foreningens vedtægtsmæssige bindeled til investorerne er generalforsamlingen, som hvert år holder sit ordinære møde inden udgangen af april. Indkaldelse til generalforsamling bliver udsendt i god tid og udformet på en måde, som giver investorerne mulighed for at få indblik i de spørgsmål, der er til behandling på mødet. Materialet vil desuden ligge på foreningens hjemmeside.

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne udover generalforsamlingen er foreningens hjemmeside [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk) samt publikationen "Nykredit Invest", der udkommer hvert kvartal. Foreningen

holder desuden investormøder flere steder i landet.

### Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

Foreningens bestyrelse består af fire medlemmer, der er nærmere beskrevet i afsnittet 'Foreningens bestyrelse'.

Bestyrelsens opgaver er beskrevet i foreningens vedtægter og forretningsorden. Bestyrelsen lægger især vægt på

- at kontrollere, at foreningens samarbejdspartnere overholder myndighedskrav, aftaler og bestyrelsens beslutninger
- at sikre, at aftaler med foreningens samarbejdspartnere udformes således, at de giver foreningen det bedst mulige forhold mellem ydelse og pris sammenlignet med andre mulige samarbejdspartnere
- at udforme en investeringsstrategi, der er i overensstemmelse med vedtægter og prospekter, og løbende justere den
- at sikre at foreningens struktur er i overensstemmelse med investorernes investeringsbehov
- at sikre, at hver afdeling leverer det bedst mulige afkast, givet afdelingens investeringsstil og risiko-profil.

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit-koncernen, der varetager opgaverne som direktion, depotselskab, investeringsrådgiver samt distributør.

Bestyrelsen er opmærksom på, at der kan være interessekonflikter mellem foreningen og de selskaber, som foreningen samarbejder med. Foreningen og Nykredit Portefølje Administration A/S har udarbejdet en politik omkring håndtering af interessekonflikter.

Bestyrelsen gennemgår sin forretningsorden hvert år.

Alle bestyrelsesmedlemmer er på valg hvert år. Bestyrelsen lægger vægt på erfaring ved udførelse af sine kontrolopgaver. Den har derfor ikke fastsat en øvre grænse for, hvor mange valgperioder et bestyrelsesmedlem kan opnå. Foreningens vedtægter har dog sat en aldersgrænse for bestyrelsens medlemmer på 70 år.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af egne kompetencer og samarbejdet i bestyrelsen. Bestyrelsens størrelse og sammensætning i relation til bl.a. erfaring, køn og alder er en del af overvejelserne i denne evaluering.

I stedet for en egentlig direktion har foreningen ansat Nykredit Portefølje Administration A/S som investeringsforvaltningsselskab. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsafløbning i investeringsforvaltningsselskabet. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administration A/S's bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner investeringsforvaltningsselskabet i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens prospekt.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og investeringsforvaltningsselskabet samt med direktionen heri.

## **Forretningsgange**

Der er lavet skriftlige forretningsgange på alle områder, der er vigtige for foreningen. Samtidig er der funktionsadskillelse i den daglige drift i investeringsforvaltningsselskabet samt uafhængige compliance- og risikostyringsfunktioner, der løbende kontrollerer, at lovgivning og placeringsregler bliver overholdt. Disse enheder rapporterer både til foreningens bestyrelse og investeringsforvaltningsselskabets direktion.

Direktionen i investeringsforvaltningsselskabet har udpeget en klageansvarlig for at sikre en hurtig og effektiv behandling af eventuelle klager. Proceduren for en eventuel klage er beskrevet på foreningens hjemmeside [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk).

## **Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser**

Foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: Investeringsrådgivning, market maker, rådgiverovervågning, SRI-rådgivning, investorrådgivning og markedsføring og distribution.

Aftaler om delegering af opgaver er indgået i overensstemmelse med reglerne i §§ 64-66 i lov om investeringsforeninger m.v.

De uddelegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen i investeringsforvaltningsselskabet. Desuden evaluerer bestyrelsen hvert år pris og kvalitet på de uddelegerede opgaver.

## **Handel med investeringsbeviser**

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og prospekt, der kan hentes via hjemmesiden [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk).

Foreningen har via investeringsforvaltningsselskabet indgået aftaler om betaling af tegningsprovision og løbende markedsføringsbidrag til udvalgte distributører. Se mere om disse aftaler i afsnittet "Væsentlige aftaler". Aftalerne er bl.a. indgået for at sikre en kompetent rådgivning og servicering af investorerne. Aftalerne er desuden indgået, for at foreningen kan være konkurrencedygtig i forhold til at tiltrække nye investorer og dermed øge foreningens størrelse.

Bestyrelsen sikrer gennem aftaler og rapportering fra investeringsforvaltningsselskabet, at markedsføring af foreningen sker i overensstemmelse med god markedsføringssskik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbeskyttelse og god skik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

## **Handel med underliggende værdipapirer**

Foreningen har i sin aftale med porteføljeforvalterne betinget sig de bedst mulige handelsvilkår for de enkelte handler, såkaldt "best execution". Det betyder, at rådgiver skal sikre de bedst mulige handler med hensyn til bl.a. samtlige omkostninger, afviklingshastighed og sandsynligheden for gennemførelse af handlen.

## **Risikostyring og regnskabsafslutning**

Foreningens finansielle risici styres inden for rammerne af vedtægter, prospekt og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med investeringsforvaltningsselskab, porteføljeforvalterne og et depotselskab. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt for de enkelte afdelinger. Direktionen i investeringsforvaltningsselskabet rapporterer løbende til bestyrelsen om overholdelsen af rammerne i såkaldte compliance-oversigter.

Bestyrelsen fører tilsyn med, at investeringsforvaltningsselskabet har den nødvendige it-sikkerhed. Dette sker ved rapporteringer og ved at indhente erklæringer fra revisionen.

Foreningens risikostyring evalueres mindst en gang årligt i forbindelse med forberedelsen af årsrapporten.

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

### **Foreningens aktionærrettigheder**

I de afdelinger, der investerer enten direkte i aktier eller i andre investeringsforeninger, har foreningen aktionær- eller investorrrettigheder. Disse rettigheder kan typisk udøves på selskabernes eller investeringsforeningernes generalforsamlinger. Læs mere om bestyrelsens politik for udøvelse af stemmerettigheder i afsnittet 'Øvrige forhold'.

### **Revisionen**

Hvert år vælger foreningens generalforsamling en revision. Bestyrelsen mødes med revisionen i forbindelse med behandlingen af årsrapporten og den tilhørende revisionserklæring. Derudover tager bestyrelsens formand kontakt til revisionen efter behov. Hidtil har behovet for ikke-revisionsydelser fra revisor været af et så beskedent omfang, at bestyrelsen ikke har fastlagt en overordnet ramme for disse.

## Væsentlige aftaler

Foreningen har indgået aftaler om bl.a. administration, depot og porteføljeforvaltning.

### Depotselskabsaftale

Foreningen har en depotselskabsaftale med Nykredit Bank A/S. Ifølge aftalen skal depotselskabet opbevare og forvalte værdipapirer og likvide midler for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., lov om finansiel virksomhed og Finanstilsynets bestemmelser. Depotselskabet påtager sig de kontrolopgaver og forpligtelser, der er fastlagt i lovgivningen.

Som led i aftalen betaler foreningen et fast grundbeløb pr. afdeling samt et gebyr pr. transaktion plus VP-omkostninger. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 10,3 mio. kr. mod 14,1 mio. kr. året før.

### Administrationsaftale

Foreningen har en administrationsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S. Ifølge aftalen skal Nykredit Portefølje Administration A/S varetage de administrative opgaver og den daglige ledelse i foreningen i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., Finanstilsynets bestemmelser, foreningens vedtægter, bestyrelsens anvisninger og de aftaler, foreningen har indgået.

Som led i aftalen betaler foreningen et gebyr, der afhænger af formuen i den enkelte afdeling. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på hjemmesiden.

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til administration 28,9 mio. kr. mod 24,5 mio. kr. året før.

### Aftaler om porteføljeforvaltning

Foreningen har en porteføljeforvaltningsaftale med BlackRock, Harding Loevner, Investec Asset Management Limited, Lazard Asset Management, MFS International (UK) Limited, Nykredit Bank (Asset Management), Pembroke Management Ltd., Standard Life Investments og Sands Capital om ydelse af investeringsrådgivning.

Aftalerne indebærer, at rådgiverne yder rådgivning om transaktioner, der anses for fordelagtige som led i porteføljestyringen. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger.

For rådgivningsydelsen betales et gebyr afhængigt af formuen i den enkelte afdeling. Gebyrsatserne, som varierer fra afdeling til afdeling og efter forhandling kan ændres over tid, fremgår af foreningens til enhver tid gældende prospekter.

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til porteføljeforvaltere 75,9 mio. kr. mod 61,3 mio. kr. året før.

### Samarbejdsaftale

Foreningen har ultimo 2013 indgået en markedsføringsaftale med Nykredit Bank A/S. Formålet med aftalen er bl.a. at styrke markedsføringen af foreningen og rådgivningen af investorerne samt at servicere både potentielle og eksisterende investorer i foreningen.

Som led i denne aftale betaler foreningen et markedsføringsbidrag og en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele. Foreningen betaler desuden et løbende gebyr baseret på værdien af andelene i de enkelte afdelinger. Se mere om de aktuelle gebyrsatser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

Samarbejdsaftalen indeholder en beskrivelse af Nykredit Bank A/S lovgivningsmæssige forpligtelser i forbindelse med investeringsrådgivning om foreningens andele.

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til markedsføring 92,2 mio. kr. mod 90,6 mio. kr. året før.

### Revision

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 244 t.kr. mod 237 t.kr. året før. I 2014 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor udover det, der vedrører den lovpligtige revision.

## Generalforsamling 2015

Foreningens generalforsamling afholdes onsdag den 8. april 2015.

### Udlodning

For 2014 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse, at udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger bliver som vist i tabellen herunder.

### Bestyrelsens forslag til udlodning for 2014

Afdeling	Udlodning*
USA	8,90 kr.
Europa	0,00 kr.
Japan	0,00 kr.
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	1,80 kr.
Nye Aktiemarkeder	0,00 kr.
Virksomhedsobligationer	5,30 kr.
Globale Aktier	6,30 kr.
US Small/Mid Cap	1,90 kr.

\* Udbytte bliver udbetalt via VP Securities A/S efter generalforsamlingen.

### Forslag på generalforsamlingen

På foreningens generalforsamling vil bestyrelsen fremsætte forslag om en ændring af vedtægterne vedrørende afdelingerne Nye obligationsmarkeder lokal valuta og Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk., hvorved investeringsområdet udvides. Endvidere vil bestyrelsen fremsætte forslag om ændring af vedtægterne vedrørende afdeling Virksomhedsobligationer. I den forbindelse vil bestyrelsen foreslå en overflytning af afdeling Virksomhedsobligationer til Investeringsforeningen Nykredit Invest.

## Øvrige forhold

### Samfundsansvar

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

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

Foreningen bliver administreret af Nykredit Portefølje Administration A/S, der indgår i Nykreditkoncernen. Administrationen foregår indenfor rammerne af Nykre-

ditkoncernens politik for samfundsmæssigt ansvar. Denne politik er beskrevet nærmere på koncernens 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 til investorerne at bestemme. Ultimo 2014 opfyldte foreningen politikken.

### 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 foreningernes interesser.

Foreningen har i 2014 anvendt sin stemmeret på generalforsamlingen i Chevron, hvor der blev stemt for et forslag om, at selskabet skulle være mere miljøbevidst i sin drift.

### 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 regnskabsårets udløb

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



## Forhold vedrørende ledelsen

### Direktionen

Nykredit Portefølje Administration A/S  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Adm. direktør: **Jim Isager Larsen**

Født: 1976

Øvrige ledelseshverv:  
Ingen.

Direktør: **Tage Fabrin-Brasted**

Født: 1961

Øvrige ledelseshverv:  
Bestyrelsesformand i Investeringsfondsbranchen

### Foreningens bestyrelse

Direktør **Tine Roed**, formand  
Dansk Industri, Industriens Hus, Rådhuspladsen, 1787  
København V

Født: 1964

Indvalgt i bestyrelsen: 2014

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Kapitalforeningen Nykredit Alpha. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Nykredit Invest, Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros, Kapitalforeningen Nykredit Invest, Placeringsforeningen Nykredit Invest (Kapitalforening) og Garantifonden for indskydere og investorer. Medlem i Konkurrencerådet, medlem i Rådet for Samfundsansvar og medlem i Skatterådet.

Advokat, Partner **Kim Esben Stenild Højbye**  
NJORD Law Firm, Pilestræde 58, 1112 København K

Født: 1969

Indvalgt i bestyrelsen: 2005

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen HP Invest, Kapitalforeningen HP Hedge, AP Invest Kapitalforeningen og SK Advisors Fondsmæglerselskab A/S. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Investin, Kapitalforeningen EMD Invest, Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.), Kapitalforeningen Institutionel Investor, Kapitalforeningen Investin, Kapitalforeningen Investin Pro, Kapitalforeningen Nykredit Alpha, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III, Kapitalforeningen Nykredit Mira III og Kapitalforeningen Pro-Target Invest.

MBA, CFA **Mads Jensen**  
Virumgade 43, 2830 Virum

Født: 1973

Indvalgt i bestyrelsen: 2013

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Kapitalforeningen Nykredit Alpha.

Direktør **Erik Højberg Nielsen**  
Skolebakken 2, Strandhuse, 6000 Kolding

Født: 1950

Indvalgt i bestyrelsen: 2010

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Kapitalforeningen Nykredit Alpha.

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2014 afholdt 6 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2014 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 325 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 115 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 70 t.kr.

Der har i 2014 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 28,27%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 28,09% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året og højere end afdelingens benchmark, hvilket findes tilfredsstillende.

Afdelingen har via to porteføljer investeret bredt i det amerikanske aktiemarked. Den gunstige afkastudvikling i 2014 kan tilskrives såvel stigende aktiekurser som stigende dollarkurs.

Merafkastet i afdelingen er opstået via den kvantitative udvælgelse af aktier, hvor forbrugs- og industriaktier bidrog mest til det samlede afkast. En af de største bidragsyder var Monster Beverage, der markedsfører og distribuerer energi- og læskedrikke. Selskabet indgik i 2014 et strategisk partnerskab med Coca Cola, hvilket fik aktiekursen til at stige.

## Nøgletal

Årets afkast i procent	28,27
Indre værdi pr. andel (i kr.)	141,52
Udlodning pr. andel (i kr.)	8,90
Omkostningsprocent	1,15
Sharpe ratio	0,85
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	295.121
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.350.887
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.541
Omsætningshastighed	0,59

Afdelingens nettoresultat blev på 295,1 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.350,9 mio. kr. svarende til en indre værdi på 141,52 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 8,90 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 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 aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik 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. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Forventningerne til 2015 er, at den amerikanske økonomi vil udvise vækst, og at det amerikanske aktiemarked vil udvikle sig positivt. En usikkerhedsfaktor vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise en positiv kursudvikling i 2015, som følge af stigende indtjening i virksomhederne. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i procent	28,27	21,41	7,65	1,52	22,86
Indre værdi pr. andel (i kr.)	141,52	116,52	96,77	89,89	88,55
Udlodning pr. andel (i kr.)	8,90	6,20	1,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,15	1,37	1,48	1,63	1,67
Sharpe ratio	0,85	0,95	-0,13	-0,29	-0,21
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	295.121	199.167	70.430	-12.229	123.067
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.350.887	916.306	1.029.408	921.726	940.081
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.541	7.864	10.637	10.253	10.616
Omsætningshastighed	0,59	0,87	0,15	0,22	1,04

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	9	27
	Renteudgifter	-31	-20
2	Udbytter	22.940	27.936
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>22.918</b>	<b>27.943</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	287.938	190.730
	Afledte finansielle instrumenter	311	-32
	Valutakonti	515	-970
	Øvrige aktiver/passiver	28	-3
4	Handelsomkostninger	-451	-1.776
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>288.341</b>	<b>187.949</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>311.259</b>	<b>215.892</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>12.824</b>	<b>13.743</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>298.435</b>	<b>202.149</b>
	<b>Skat</b>	<b>3.314</b>	<b>2.982</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>295.121</b>	<b>199.167</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	2.173	55.509
	Udlodning overført fra sidste år	512	1.197
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>2.685</b>	<b>56.706</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>297.806</b>	<b>255.873</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>85.348</b>	<b>49.267</b>
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	84.909	48.757
	Overført til udlodning næste år	438	512
	<b>Overført til formuen</b>	<b>212.458</b>	<b>206.606</b>

**Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	9.547	10.674
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>9.547</b>	<b>10.674</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.332.086	907.597
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	13.366	-
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.345.452</b>	<b>907.597</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.265	571
	Aktuelle skatteaktiver	22	9
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.287</b>	<b>580</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.356.286</b>	<b>918.851</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.350.887</b>	<b>916.306</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	5.399	2.545
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.399</b>	<b>2.545</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.356.286</b>	<b>918.851</b>
10	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	9	27		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>9</b>	<b>27</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.845	27.936		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	95	-		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>22.940</b>	<b>27.936</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	286.542	190.730		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	1.396	-		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>287.938</b>	<b>190.730</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	562	1.997		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-111	-221		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>451</b>	<b>1.776</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	3	3	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	4.452	-	4.452	
Gebyrer til depotselskab	402	-	402	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	5.279	-	5.279	
Fast administrationshonorar	2.605	-	2.605	
Øvrige omkostninger	52	15	67	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>12.804</b>	<b>20</b>	<b>12.824</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	24	24	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	7.056	-	7.056	
Gebyrer til depotselskab	963	-	963	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.645	-	3.645	
Fast administrationshonorar	1.918	-	1.918	
Øvrige omkostninger	107	15	122	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>13.702</b>	<b>41</b>	<b>13.743</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-	-248.372
Renter og udbytter	22.917	27.942
Ikke refunderbare udbytteskatter	-3.325	-2.624
Kursgevinster og -tab til udlodning	75.895	229.358
Udlodningsregulering	2.173	55.509
Udlodning overført fra sidste år	512	1.197
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>98.172</b>	<b>63.010</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-12.824	-13.743
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>85.348</b>	<b>49.267</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Informationsteknologi	20,61	
Finans	17,89	
Sundhedspleje	15,02	
Varige forbrugsgoder	13,04	
Konsumentvarer	9,10	
Industri	8,03	
Energi	7,39	
Forsyning	4,29	
Råvarer	2,66	
Telekommunikation	1,98	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Medlemmernes formue primo	916.306	1.029.408
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-48.757	-10.995
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	2.145	-
Emissioner i året	258.358	42.709
Indløsninger i året	-72.836	-344.729
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	551	744
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	-2.173	-55.509
Udlodning overført fra sidste år	-512	-1.197
Overført til udlodning næste år	438	512
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	84.909	48.757
Overført fra resultatopgørelsen	212.458	206.606
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.350.887</b>	<b>916.306</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	7.864	10.637
Emissioner i året	2.275	413
Indløsninger i året	-598	-3.186
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>9.541</b>	<b>7.864</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,81	98,50
Øvrige finansielle instrumenter	0,70	1,16
<b>I alt</b>	<b>99,51</b>	<b>99,66</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,49	0,34
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 28,43%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 28,09% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året og højere end afdelingens benchmark, hvilket findes tilfredsstillende.

Afdelingen har via to porteføljer investeret bredt i det amerikanske aktiemarked. Den gunstige afkastudvikling i 2014 kan tilskrives såvel stigende aktiekurser som stigende dollarkurs.

Merafkastet i afdelingen er opstået via den kvantitative udvælgelse af aktier, hvor forbrugs- og industriaktier bidrog mest til det samlede afkast. En af de største bidragsyder var Monster Beverage, der markedsfører og distribuerer energi- og læskedrikke. Selskabet indgik i 2014 et strategisk partnerskab med Coca Cola, hvilket fik aktiekursen til at stige.

## Nøgletal

Årets afkast i procent	28,43
Indre værdi pr. andel (i kr.)	157,12
Omkostningsprocent	0,89
Sharpe ratio	0,85
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	767.347
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	3.434.462
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	21.826
Omsætningshastighed	0,11

Afdelingens nettoresultat blev på 767,3 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 3.434,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 157,12 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 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 aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik 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. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Forventningerne til 2015 er, at den amerikanske økonomi vil udvise vækst, og at det amerikanske aktiemarked vil udvikle sig positivt. En usikkerhedsfaktor vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise en positiv kursudvikling i 2015, som følge af stigende indtjening i virksomhederne. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i procent	28,43	21,62	7,56	1,54	22,59
Indre værdi pr. andel (i kr.)	157,12	122,52	100,74	93,66	92,24
Omkostningsprocent	0,89	1,40	1,47	1,63	1,64
Sharpe ratio	0,85	0,95	-0,10	-0,26	-0,21
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	767.347	574.306	181.283	23.087	295.389
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	3.434.462	2.506.525	2.973.702	2.399.344	2.099.410
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	21.826	20.459	29.518	25.617	22.758
Omsætningshastighed	0,11	0,89	0,16	0,22	1,04



<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	18	69
	Renteudgifter	-30	-26
2	Udbytter	59.800	79.346
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>59.788</b>	<b>79.389</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	745.534	549.045
	Afledte finansielle instrumenter	1.019	-94
	Valutakonti	771	-4.311
	Øvrige aktiver/passiver	87	-8
4	Handelsomkostninger	-5.084	-1.864
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>742.327</b>	<b>542.768</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>802.115</b>	<b>622.157</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>26.051</b>	<b>39.503</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>776.064</b>	<b>582.654</b>
	<b>Skat</b>	<b>8.717</b>	<b>8.348</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>767.347</b>	<b>574.306</b>

**Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	11.818	21.199
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>11.818</b>	<b>21.199</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.414.500	2.488.934
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	14.015	-
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>3.428.515</b>	<b>2.488.934</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	3.248	1.568
	Aktuelle skatteaktiver	236	25
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.484</b>	<b>1.593</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.443.817</b>	<b>2.511.726</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>3.434.462</b>	<b>2.506.525</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	9.355	5.201
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>9.355</b>	<b>5.201</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>3.443.817</b>	<b>2.511.726</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i depotselskab		18	69
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>18</b>	<b>69</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		59.670	79.346
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger		130	-
<b>Udbytter i alt</b>		<b>59.800</b>	<b>79.346</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		743.807	549.045
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger		1.727	-
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>745.534</b>	<b>549.045</b>
<b>4 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		5.620	2.476
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-536	-612
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>5.084</b>	<b>1.864</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	4	4
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Markedsføringsomkostninger	11.578	-	11.578
Gebyrer til depotselskab	293	-	293
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.576	-	7.576
Fast administrationshonorar	6.406	-	6.406
Øvrige omkostninger	141	38	179
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>26.007</b>	<b>44</b>	<b>26.051</b>
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	64	64
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14
Markedsføringsomkostninger	19.814	-	19.814
Gebyrer til depotselskab	2.682	-	2.682
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	11.308	-	11.308
Fast administrationshonorar	5.368	-	5.368
Øvrige omkostninger	211	42	253
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>39.395</b>	<b>108</b>	<b>39.503</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Informationsteknologi	20,61		
Finans	17,90		
Sundhedspleje	15,02		
Varige forbrugsgoder	13,03		
Konsumentvarer	9,09		
Industri	8,03		
Energi	7,38		
Forsyning	4,29		
Råvarer	2,66		
Telekommunikation	1,98		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		2.506.525	2.973.701
Emissioner i året		277.776	82.010
Indløsninger i året		-117.720	-1.125.784
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		534	2.292
Overført fra resultatopgørelsen		767.347	574.306
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>3.434.462</b>	<b>2.506.525</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		20.459	29.518
Emissioner i året		2.246	755
Indløsninger i året		-879	-9.814
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>21.826</b>	<b>20.459</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		99,29	98,89
Øvrige finansielle instrumenter		0,34	0,84
<b>I alt</b>		<b>99,63</b>	<b>99,73</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,37	0,27
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>		<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 2,56%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,64% i samme periode. Afkastet er lavere end ventet af ledelsen primo året og lavere end afdelingens benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Afkastet i afdelingen blev gennem året påvirket af de skuffede vækstforventninger i Europa. Relativt til benchmark opstod det lavere afkast i 1. halvår, hvorimod afdelingen indhentede lidt af det tabte i 4. kvartal.

Afkastet i afdelingen blev i 1. halvår påvirket af den kraftige rotation i aktiemarkederne. Selskaber i "undervægtede" sektorer som energi og forsyningsvirksomhed blev således efterspurgt med kraftige kursstigninger til følge. Afdelingen var undervægtet i sektorerne Energi og Forsyningsvirksomhed, hvilket således kunne forklare 1. halvårs lavere afkast end benchmark. Afdelingen øgede vægten til sektoren Energi i 2. kvartal, hvilket trak ned på afkastet i 2. halvår som følge af faldet i olieprisen.

Afdelingens nettoresultat blev på 12,7 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 755,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 90,17 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2014 været 17,4% 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 aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik 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. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange lande og brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Forventningerne til 2015 er, at økonomien i Europa vil vise svag vækst, som følge af de tiltag Den Europæiske Centralbank foretog i 2014 og i januar 2015. Rigelig likviditet, svag euro og lav oliepris forventes at styrke forbruget og selskabernes indtjening. Derfor skønnes de europæiske aktiemarkeder at udvikle sig positivt i 2015. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik samt en genopblussen af statsgældskrisen i Europa.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise en positiv kursudvikling i 2015, som følge af stigende indtjening i virksomhederne. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.

**Nøgletal**

	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Årets afkast i procent	2,56	22,28	21,07	-10,36	12,67
Indre værdi pr. andel (i kr.)	90,17	88,06	73,90	62,41	69,62
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	2,00	1,50	0,00
Omkostningsprocent	1,56	1,55	1,63	1,78	1,81
Sharpe ratio	0,44	0,77	-0,33	-0,58	-0,37
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	12.700	125.994	108.179	-64.094	65.922
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	755.322	692.090	569.951	491.774	558.843
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	8.363	7.859	7.712	7.879	8.027
Omsætningshastighed	0,23	1,02	1,07	1,44	1,18

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	-	1
	Renteudgifter	-7	-8
2	Udbytter	22.907	16.906
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>22.900</b>	<b>16.899</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	7.167	123.941
	Afledte finansielle instrumenter	-425	-58
	Valutakonti	412	-209
	Øvrige aktiver/passiver	10	2
4	Handelsomkostninger	-3.787	-2.623
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.377</b>	<b>121.053</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>26.277</b>	<b>137.952</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>10.891</b>	<b>9.694</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>15.386</b>	<b>128.258</b>
	<b>Skat</b>	<b>2.686</b>	<b>2.264</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>12.700</b>	<b>125.994</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	-989	-417
	Udlodning overført fra sidste år	-	710
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-989</b>	<b>293</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>11.711</b>	<b>126.287</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>-95.207</b>	<b>-161.475</b>
	Negativ udlodning til overførsel	-95.207	-161.474
	<b>Overført til formuen</b>	<b>106.918</b>	<b>287.762</b>

**Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	10.856	2.130
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>10.856</b>	<b>2.130</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	24.363	6.762
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	720.011	681.070
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>744.374</b>	<b>687.832</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	585	821
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	4.720
	Aktuelle skatteaktiver	2.161	1.832
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.746</b>	<b>7.373</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>757.976</b>	<b>697.335</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>755.322</b>	<b>692.090</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.654	2.989
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	2.256
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.654</b>	<b>5.245</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>757.976</b>	<b>697.335</b>
10	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	-	1		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-</b>	<b>1</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	291	317		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.254	16.589		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	362	-		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>22.907</b>	<b>16.906</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	3.158	297		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.474	121.883		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-465	1.761		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>7.167</b>	<b>123.941</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	4.476	2.854		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-689	-231		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>3.787</b>	<b>2.623</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	20	20	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	5.252	-	5.252	
Gebyrer til depotselskab	344	-	344	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.836	-	3.836	
Fast administrationshonorar	1.369	-	1.369	
Øvrige omkostninger	42	12	54	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>10.857</b>	<b>34</b>	<b>10.891</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	17	17	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Andre honorarer til revisorer	1	-	1	
Markedsføringsomkostninger	4.694	-	4.694	
Gebyrer til depotselskab	648	-	648	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.744	-	2.744	
Fast administrationshonorar	1.481	-	1.481	
Øvrige omkostninger	84	9	93	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>9.666</b>	<b>28</b>	<b>9.694</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-161.474	-266.662
Renter og udbytter	22.901	16.898
Ikke refunderbare udbytteskatter	-3.176	-2.635
Kursgevinster og -tab til udlodning	46.838	90.563
Udlodningsregulering	-989	-417
Udlodning overført fra sidste år	-	710
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>-95.900</b>	<b>-161.543</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-10.891	-9.694
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	10.891	9.693
Udlodningsregulering af administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	693	69
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-95.207</b>	<b>-161.475</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Finans	23,77	
Sundhedspleje	13,91	
Konsumentvarer	13,89	
Varige forbrugsgoder	12,61	
Energi	10,00	
Telekommunikation	8,24	
Industri	7,07	
Råvarer	5,14	
Informationsteknologi	4,08	
Forsyning	1,31	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	692.090	569.951
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-	-15.423
Emissioner i året	194.279	74.672
Indløsninger i året	-144.414	-63.412
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	667	307
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	989	417
Udlodning overført fra sidste år	-	-710
Negativ udlodning til overførsel	-95.207	-161.474
Overført fra resultatopgørelsen	106.918	287.762
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>755.322</b>	<b>692.090</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	7.859	7.712
Emissioner i året	2.176	913
Indløsninger i året	-1.672	-766
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>8.363</b>	<b>7.859</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,86	97,90
Øvrige finansielle instrumenter	1,43	0,30
<b>I alt</b>	<b>99,29</b>	<b>98,20</b>
Andre aktiver/Anden gæld	<b>0,71</b>	<b>1,80</b>
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 2,55%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,64% i samme periode. Afkastet er lavere end ventet af ledelsen primo året og lavere end afdelingens benchmark. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Afkastet i afdelingen blev gennem året påvirket af de skuffede vækstforventninger i Europa. Relativt til benchmark opstod det lavere afkast i 1. halvår, hvorimod afdelingen indhentede lidt af det tabte i 4. kvartal.

Afkastet i afdelingen blev i 1. halvår påvirket af den kraftige rotation i aktiemarkederne. Selskaber i "undervægtede" sektorer som energi og forsyningsvirksomhed blev således efterspurgt med kraftige kursstigninger til følge. Afdelingen var undervægtet i sektorerne Energi og Forsyningsvirksomhed, hvilket således kunne forklare 1. halvårs lavere afkast end benchmark. Afdelingen øgede vægten til sektoren Energi i 2. kvartal, hvilket trak ned på afkastet i 2. halvår som følge af faldet i olieprisen.

Afdelingens nettoresultat blev på 49,9 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.909,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 105,12 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 2014 været 17,4% 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 aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik 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. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange lande og brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Forventningerne til 2015 er, at økonomien i Europa vil vise svag vækst, som følge af de tiltag Den Europæiske Centralbank foretog i 2014 og i januar 2015. Rigelig likviditet, svag euro og lav oliepris forventes at styrke forbruget og selskabernes indtjening. Derfor skønnes de europæiske aktiemarkeder at udvikle sig positivt i 2015. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik samt en genopblussen af statsgældskrisen i Europa.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise en positiv kursudvikling i 2015, som følge af stigende indtjening i virksomhederne. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.

**Nøgletal**

	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Årets afkast i procent	2,55	22,63	21,14	-10,13	12,75
Indre værdi pr. andel (i kr.)	105,12	102,68	83,74	69,12	76,91
Omkostningsprocent	1,58	1,53	1,58	1,77	1,77
Sharpe ratio	0,45	0,77	-0,33	-0,58	-0,37
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	49.916	344.418	297.181	-145.047	141.081
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.909.388	1.530.134	1.595.467	1.267.045	1.154.310
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	18.135	14.902	19.053	18.330	15.007
Omsætningshastighed	0,23	1,05	1,12	1,51	1,21

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	7	1
	Renteudgifter	-6	-20
2	Udbytter	57.780	46.925
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>57.781</b>	<b>46.906</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	35.933	336.636
	Afledte finansielle instrumenter	-25	-147
	Valutakonti	267	-575
	Øvrige aktiver/passiver	75	-15
4	Handelsomkostninger	-10.060	-6.272
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>26.190</b>	<b>329.627</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>83.971</b>	<b>376.533</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>27.100</b>	<b>26.019</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>56.871</b>	<b>350.514</b>
	<b>Skat</b>	<b>6.955</b>	<b>6.096</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>49.916</b>	<b>344.418</b>

**Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	27.606	6.679
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>27.606</b>	<b>6.679</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	61.642	15.544
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.820.482	1.511.178
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.882.124</b>	<b>1.526.722</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.476	1.929
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	5.538
	Aktuelle skatteaktiver	5.098	4.671
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.574</b>	<b>12.138</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.916.304</b>	<b>1.545.539</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.909.388</b>	<b>1.530.134</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	6.916	5.368
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	10.037
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>6.916</b>	<b>15.405</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.916.304</b>	<b>1.545.539</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	2014	2013		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	7	1		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>7</b>	<b>1</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	757	881		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	56.359	46.044		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	664	-		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>57.780</b>	<b>46.925</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	6.831	900		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	29.957	331.488		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	-1		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-855	4.249		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>35.933</b>	<b>336.636</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	10.861	7.061		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-801	-789		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>10.060</b>	<b>6.272</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	56	56	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	13.108	-	13.108	
Gebyrer til depotselskab	639	-	639	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	9.662	-	9.662	
Fast administrationshonorar	3.486	-	3.486	
Øvrige omkostninger	104	30	134	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>27.012</b>	<b>88</b>	<b>27.100</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	38	38	
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14	
Markedsføringsomkostninger	12.606	-	12.606	
Gebyrer til depotselskab	1.759	-	1.759	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.849	-	7.849	
Fast administrationshonorar	3.583	-	3.583	
Øvrige omkostninger	145	25	170	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>25.954</b>	<b>65</b>	<b>26.019</b>	



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Finans	23,85		
Sundhedspleje	13,96		
Konsumentvarer	13,83		
Varige forbrugsgoder	12,56		
Energi	10,10		
Telekommunikation	8,19		
Industri	7,01		
Råvarer	5,13		
Informationsteknologi	4,06		
Forsyning	1,30		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		1.530.134	1.595.467
Emissioner i året		348.757	39.702
Indløsninger i året		-20.091	-450.641
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		672	1.188
Overført fra resultatopgørelsen		49.916	344.418
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.909.388</b>	<b>1.530.134</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		14.902	19.053
Emissioner i året		3.426	440
Indløsninger i året		-193	-4.591
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>18.135</b>	<b>14.902</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		97,86	97,81
Øvrige finansielle instrumenter		1,44	0,43
<b>I alt</b>		<b>99,30</b>	<b>98,24</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,70	1,76
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>		<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på -0,06%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 9,09% i samme periode. Afkastet er noget lavere end ventet og væsentligt lavere end afdelingernes benchmark. Foreningens ledelse finder afkastet utilfredsstillende.

Afkastudviklingen i det japanske aktiemarked blev positivt påvirket af den fortsat lempelige pengepolitik med kraftig udvidelse af pengemængden i 2014. Dette har understøttet aktiekurserne, men svækket den japanske yen, især overfor den amerikanske dollar. På den negative side blev momsens i Japan forhøjet med 3 procentpoint i april 2014, hvilket førte til recession i Japan senere på året.

Aktiemarkedet blev positivt påvirket af, at den offentlige pensionskasse, GPIF, besluttede at øge allokeringen til aktier. Pensionskassens tilkøb blev primært foretaget i aktier med en lav volatilitet.

Afdelingens relative afkast til benchmark kan primært tilskrives, at defensive aktier som fx forsyningsvirksomhed klarede sig væsentligt bedre end cykliske aktier og herunder finanssektoren. Afdelingens aktievalg indenfor sektoren Finans samt en kraftig overvægt i denne sektor bevirkede det lave afkast relativt til markedet.

Afdelingen var ved årets start positioneret til stigende aktiekurser med overvægt i cykliske aktier med høj kursvolatilitet (beta). Disse aktier leverede imidlertid ikke den forventede afkastudvikling som følge af GPIFs opkøb af aktier med lav volatilitet.

Afdelingens nettoresultat blev på 2,5 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 190,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 73,57 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2014 været 18,7% 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 aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko valutakursrisiko, risiko på investeringsrådgiver samt udstederspecifik 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. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den økonomiske udvikling i Japan forventes at udvise moderat vækst i 2015. Sammen med den svage japanske yen skønnes dette at medføre en indtjeningsvækst i de japanske virksomheder. Japanske virksomheder vurderes endvidere at ændre adfærd med fokus på stigende udbytte og aktietilbagekøb. Denne udvikling ventes at ville understøtte et positivt japansk aktiemarked i 2015.

Afdelingen ventes på den baggrund at kunne give et positivt afkast i 2015. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.

**Nøgletal**

	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Årets afkast i procent	-0,06	17,53	10,65	-10,48	20,57
Indre værdi pr. andel (i kr.)	73,57	73,58	62,60	56,58	63,18
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,94	1,81	1,86	2,01	2,19
Sharpe ratio	0,28	0,46	-0,30	-0,62	-0,59
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	2.482	28.752	16.517	-15.108	18.441
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	190.740	145.297	167.138	159.684	126.959
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.594	1.975	2.669	2.823	2.009
Omsætningshastighed	0,03	0,18	1,17	0,71	0,80

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteindtægter	1	-
	Renteudgifter	-2	-2
1	Udbytter	3.576	3.339
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>3.575</b>	<b>3.337</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	2.756	29.020
	Valutakonti	-61	-154
	Øvrige aktiver/passiver	2	-
3	Handelsomkostninger	-29	-88
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>2.668</b>	<b>28.778</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>6.243</b>	<b>32.115</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>3.225</b>	<b>3.125</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>3.018</b>	<b>28.990</b>
	<b>Skat</b>	<b>536</b>	<b>238</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>2.482</b>	<b>28.752</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	-20.062	26.094
	Udlodning overført fra sidste år	-	428
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-20.062</b>	<b>26.522</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-17.580</b>	<b>55.274</b>
5	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>-81.467</b>	<b>-64.308</b>
	Negativ udlodning til overførsel	-81.468	-64.309
	<b>Overført til formuen</b>	<b>63.887</b>	<b>119.582</b>

**Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	1.508	421
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.508</b>	<b>421</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	189.851	145.547
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>189.851</b>	<b>145.547</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	148	-
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	150
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>148</b>	<b>150</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>191.507</b>	<b>146.118</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>190.740</b>	<b>145.297</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	767	671
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	150
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>767</b>	<b>821</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>191.507</b>	<b>146.118</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

<b>1 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		3.576	3.311
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber		-	28
<b>Udbytter i alt</b>		<b>3.576</b>	<b>3.339</b>
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		2.756	29.020
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>2.756</b>	<b>29.020</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		54	214
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-25	-126
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>29</b>	<b>88</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>4 Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	5	5
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Markedsføringsomkostninger	1.274	-	1.274
Gebyrer til depotselskab	304	-	304
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.195	-	1.195
Fast administrationshonorar	413	-	413
Øvrige omkostninger	15	3	18
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>3.215</b>	<b>10</b>	<b>3.225</b>
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	4	4
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Markedsføringsomkostninger	1.271	-	1.271
Gebyrer til depotselskab	291	-	291
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.011	-	1.011
Fast administrationshonorar	466	-	466
Øvrige omkostninger	64	2	66
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>3.117</b>	<b>8</b>	<b>3.125</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>5 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-64.308	-108.756
Renter og udbytter	3.574	3.338
Ikke refunderbare udbytteskatter	-536	-238
Kursgevinster og -tab til udlodning	-484	15.436
Udlodningsregulering	-20.062	26.094
Udlodning overført fra sidste år	-	428
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>-81.816</b>	<b>-63.698</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-3.224	-3.125
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	3.224	1.904
Udlodningsregulering af administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	349	611
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-81.467</b>	<b>-64.308</b>
<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Finans	40,47	
Industri	24,88	
Informationsteknologi	13,86	
Varige forbrugsgoder	9,26	
Råvarer	7,39	
Sundhedspleje	2,20	
Forsyning	1,94	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>7 Medlemmernes formue</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Medlemmernes formue primo	145.297	167.138
Emissioner i året	42.836	20.557
Indløsninger i året	-	-71.339
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	126	190
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	20.062	-26.094
Udlodning overført fra sidste år	-	-428
Negativ udlodning til overførsel	-81.468	-64.309
Overført fra resultatopgørelsen	63.887	119.582
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>190.740</b>	<b>145.297</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	1.975	2.670
Emissioner i året	619	295
Indløsninger i året	-	-990
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>2.594</b>	<b>1.975</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,74	99,05
Øvrige finansielle instrumenter	0,78	0,29
<b>I alt</b>	<b>99,52</b>	<b>99,34</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,48	0,66
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

### Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på -0,02%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 9,09% i samme periode. Afkastet er noget lavere end ventet og væsentligt lavere end afdelingernes benchmark. Foreningens ledelse finder afkastet utilfredsstillende.

Afkastudviklingen i det japanske aktiemarked blev positivt påvirket af den fortsat lempelige pengepolitik med kraftig udvidelse af pengemængden i 2014. Dette har understøttet aktiekurserne, men svækket den japanske yen, især overfor den amerikanske dollar. På den negative side blev momsens i Japan forhøjet med 3 procentpoint i april 2014, hvilket førte til recession i Japan senere på året.

Aktiemarkedet blev positivt påvirket af, at den offentlige pensionskasse, GPIF, besluttede at øge allokeringen til aktier. Pensionskassens tilkøb blev primært foretaget i aktier med en lav volatilitet.

Afdelingens relative afkast til benchmark kan primært tilskrives, at defensive aktier som fx forsyningsvirksomhed klarede sig væsentligt bedre end cykliske aktier og herunder finanssektoren. Afdelingens aktievalg indenfor sektoren Finans samt en kraftig overvægt i denne sektor bevirkede det lave afkast relativt til markedet.

Afdelingen var ved årets start positioneret til stigende aktiekurser med overvægt i cykliske aktier med høj kursvolatilitet (beta). Disse aktier leverede imidlertid ikke den forventede afkastudvikling som følge af GPIFs opkøb af aktier med lav volatilitet.

Afdelingens nettoresultat blev på 3,8 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 513,0 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 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 aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko valutakursrisiko, risiko på investeringsrådgiver samt udstederspecifik 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. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

#### Forventninger

Den økonomiske udvikling i Japan forventes at udvise moderat vækst i 2015. Sammen med den svage japanske yen skønnes dette at medføre en indtjeningsvækst i de japanske virksomheder. Japanske virksomheder vurderes endvidere at ændre adfærd med fokus på stigende udbytte og aktietilbagekøb. Denne udvikling ventes at ville understøtte et positivt japansk aktiemarked i 2015.

Afdelingen ventes på den baggrund at kunne give et positivt afkast i 2015. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.



**Nøgletal**

	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Årets afkast i procent	-0,02	17,90	11,11	-9,67	21,74
Indre værdi pr. andel (i kr.)	76,14	76,15	64,59	58,14	64,33
Omkostningsprocent	1,84	1,74	1,81	1,91	1,99
Sharpe ratio	0,31	0,50	-0,28	-0,60	-0,59
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	3.827	74.816	40.826	-29.135	47.597
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	513.039	442.871	421.485	345.620	312.978
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	6.739	5.816	6.525	5.945	4.863
Omsætningshastighed	0,15	0,17	1,15	0,70	0,82

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteudgifter	-2	-1
1	Udbytter	10.230	8.871
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.228</b>	<b>8.870</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	4.319	75.167
	Valutakonti	-335	-380
	Øvrige aktiver/passiver	5	-
3	Handelsomkostninger	-202	-94
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.787</b>	<b>74.693</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>14.015</b>	<b>83.563</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>8.653</b>	<b>8.114</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>5.362</b>	<b>75.449</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.535</b>	<b>633</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>3.827</b>	<b>74.816</b>

**Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	2.195	1.286
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.195</b>	<b>1.286</b>
5	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	512.341	443.007
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>512.341</b>	<b>443.007</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	400	-
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	490
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>400</b>	<b>490</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>514.936</b>	<b>444.783</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>513.039</b>	<b>442.871</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.897	1.422
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	490
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.897</b>	<b>1.912</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>514.936</b>	<b>444.783</b>
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.230	8.793		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	78		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>10.230</b>	<b>8.871</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.319	75.167		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>4.319</b>	<b>75.167</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	294	201		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-92	-107		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>202</b>	<b>94</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	14	14	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	3.569	-	3.569	
Gebyrer til depotselskab	757	-	757	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.206	-	3.206	
Fast administrationshonorar	1.049	-	1.049	
Øvrige omkostninger	36	7	43	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>8.630</b>	<b>23</b>	<b>8.653</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	11	11	
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14	
Markedsføringsomkostninger	3.495	-	3.495	
Gebyrer til depotselskab	571	-	571	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.899	-	2.899	
Fast administrationshonorar	1.033	-	1.033	
Øvrige omkostninger	86	5	91	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>8.096</b>	<b>18</b>	<b>8.114</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>5 Kapitalandele</b>	<b>%</b>
Sektorfordeling	
Finans	40,46
Industri	24,86
Informationsteknologi	13,89
Varige forbrugsgoder	9,27
Råvarer	7,36
Sundhedspleje	2,21
Forsyning	1,94
	<b>100,00</b>

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk).  
Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	442.871	421.485
Emissioner i året	66.200	19.860
Indløsninger i året	-	-73.508
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	141	218
Overført fra resultatopgørelsen	3.827	74.816
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>513.039</b>	<b>442.871</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	5.816	6.525
Emissioner i året	923	282
Indløsninger i året	-	-991
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>6.739</b>	<b>5.816</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,14	99,17
Øvrige finansielle instrumenter	0,42	0,29
<b>I alt</b>	<b>99,56</b>	<b>99,46</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,44	0,54
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

### Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 6,82%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 7,16% i samme periode. Den stigende dollar medførte en afkastudvikling højere end ledelsens forventning primo året. Afkastet i afdelingen var lidt lavere end benchmark, men ledelsen finder afkastet acceptabelt.

År 2014 blev begivenhedsrigt og volatilt i markedet for emerging markets obligationer. Markedet steg i 1. halvår, da de internationale investorer vendte tilbage til aktivklassen efter uroen i 2013. En styrket dollar, geopolitisk uro, Argentinas misligholdelse af gæld, ebola samt faldende oliepris bevirkede et pres på obligationskurserne mod slutning af året. Omvendt medførte dollarens styrkelse overfor euroen, at aktivklassens afkast blev øget i danske kroner.

Afdelingens afkast fik i året et positivt bidrag fra valg af valuta. Det positive bidrag stammede primært fra overvægt i Zambia, Kina, Indonesien, Tyrkiet og Indien. Derimod bidrog landevalget på obligationsdelen negativt, primært pga. af en overvægt i russiske obligationer i starten af året, som allerede i april blev reduceret til neutral vægt.

Afdelingens nettoresultat blev på 32,4 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 548,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 94,05 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 1,80 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 2014 været 9,6% 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.

Risiciene i afdelingen er emerging markets risiko, gearingsrisiko, geografisk risiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko, modpartsrisiko, operationel risiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko på investeringsrådgivning, risiko på kreditspænd/rentespænd, udstederspecifik risiko samt valutarisiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

#### Forventninger

Den globale økonomi forventes at vise moderat vækst i det kommende år, hvilket vurderes at understøtte økonomien i mange emerging markets lande. De fundamentale forhold i en række emerging markets lande er endvidere blevet bedre, hvilket ventes at understøtte aktivklassen i 2015. Usikkerhed kan imidlertid opstå i kølvandet på de pengepolitiske stramninger, der ventes fra den amerikanske centralbank det kommende år.

På den baggrund ventes et moderat positivt afkast i afdelingen i 2015, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes.

## Nye obligationsmarkeder lokal valuta

### Nøgletal

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i procent	6,82	-14,61	15,85	-1,15	-0,42
Indre værdi pr. andel (i kr.)	94,05	89,79	113,21	97,72	99,58
Udlodning pr. andel (i kr.)	1,80	1,80	8,25	0,00	1,00
Omkostningsprocent	1,49	1,40	1,34	1,68	0,46
Sharpe ratio	0,01	-0,11	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	32.363	-71.543	79.973	-7.552	-4.291
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	548.143	443.875	481.732	552.253	544.153
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.828	4.943	4.255	5.651	5.464
Omsætningshastighed	0,70	0,44	0,62	0,68	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	42.947	27.204
	Renteudgifter	-71	-399
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>42.876</b>	<b>26.805</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	4.685	-88.220
	Kapitalandele	2.129	-410
	Bankloans	18	-
	Afledte finansielle instrumenter	-10.077	-444
	Valutakonti	1.924	-2.363
	Øvrige aktiver/passiver	-16	-
3	Handelsomkostninger	-195	-119
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-1.532</b>	<b>-91.556</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>41.344</b>	<b>-64.751</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>7.315</b>	<b>6.396</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>34.029</b>	<b>-71.147</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.666</b>	<b>396</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>32.363</b>	<b>-71.543</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	497	1.631
	Udlodning overført fra sidste år	409	177
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>906</b>	<b>1.808</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>33.269</b>	<b>-69.735</b>
5	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>10.863</b>	<b>9.307</b>
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	10.491	8.898
	Overført til udlodning næste år	372	409
	<b>Overført til formuen</b>	<b>22.406</b>	<b>-79.042</b>



## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	18.686	13.691
	Indestående i andre pengeinstitutter	18	-
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>18.704</b>	<b>13.691</b>
6	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	435.131	355.537
	Unoterede udenlandske obligationer	76.473	58.649
	<b>I alt obligationer</b>	<b>511.604</b>	<b>414.186</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	12.299	11.865
	Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	414	-
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>12.713</b>	<b>11.865</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	9.035	3.104
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>9.035</b>	<b>3.104</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	8.417	5.710
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	3.309	1.385
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>11.726</b>	<b>7.095</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>563.782</b>	<b>449.941</b>
	<b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>548.143</b>	<b>443.875</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	449	66
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	10.150	3.478
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>10.599</b>	<b>3.544</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.918	2.441
	Gæld vedrørende handelsafvikling	2.897	-
	Aktuelle skatteforpligtelser	174	81
	Skyldige renter	51	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.040</b>	<b>2.522</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>563.782</b>	<b>449.941</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	62	75		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	40.128	24.186		
Unoterede udenlandske obligationer	2.743	2.563		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	14	380		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>42.947</b>	<b>27.204</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-304	-81.548		
Unoterede udenlandske obligationer	4.989	-6.672		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>4.685</b>	<b>-88.220</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	242	158		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-47	-39		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>195</b>	<b>119</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	15	15	
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20	
Markedsføringsomkostninger	3.226	-	3.226	
Gebyrer til depotselskab	978	-	978	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.353	-	2.353	
Fast administrationshonorar	658	-	658	
Øvrige omkostninger	47	18	65	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>7.280</b>	<b>35</b>	<b>7.315</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	12	12	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	2.725	-	2.725	
Gebyrer til depotselskab	777	-	777	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.188	-	2.188	
Fast administrationshonorar	578	-	578	
Øvrige omkostninger	93	7	100	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>6.375</b>	<b>21</b>	<b>6.396</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>5 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-	-1.718
Renter og udbytter	42.945	26.802
Ikke refunderbare udbytteskatter	-1.573	-308
Kursgevinster og -tab til udlodning	-24.100	-10.881
Udlodningsregulering	497	1.631
Udlodning overført fra sidste år	409	177
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>18.178</b>	<b>15.703</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-7.315	-6.396
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>10.863</b>	<b>9.307</b>
<b>6 Obligationer</b>	<b>%</b>	
Regionsfordeling		
Sydamerika	29,56	
Asien	27,88	
Europa	26,73	
Afrika	7,87	
Øvrige	7,22	
Nordamerika	0,75	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.                      Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>7 Medlemmernes formue</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Medlemmernes formue primo	443.875	481.732
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-8.898	-32.657
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	394	-
Emissioner i året	114.645	121.746
Indløsninger i året	-34.561	-56.010
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	325	607
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	-497	-1.631
Udlodning overført fra sidste år	-409	-177
Overført til udlodning næste år	372	409
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	10.491	8.898
Overført fra resultatopgørelsen	22.406	-79.042
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>548.143</b>	<b>443.875</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	4.943	4.255
Emissioner i året	1.260	1.199
Indløsninger i året	-375	-511
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>5.828</b>	<b>4.943</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	77,30	80,58
Øvrige finansielle instrumenter	19,81	17,31
<b>I alt</b>	<b>97,11</b>	<b>97,89</b>
Andre aktiver/Anden gæld	2,89	2,11
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 7,05%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 7,16% i samme periode. Den stigende dollar medførte en afkastudvikling højere end ledelsens forventning primo året. Afkastet i afdelingen var lidt lavere end benchmark, men ledelsen finder afkastet acceptabelt.

År 2014 blev begivenhedsrigt og volatilt i markedet for emerging markets obligationer. Markedet steg i 1. halvår, da de internationale investorer vendte tilbage til aktivklassen efter uroen i 2013. En styrket dollar, geopolitisk uro, Argentinas misligholdelse af gæld, ebola samt faldende oliepris bevirkede et pres på obligationskurserne mod slutning af året. Omvendt medførte dollarens styrkelse overfor euroen, at aktivklassens afkast blev øget i danske kroner.

Afdelingens afkast fik i året et positivt bidrag fra valg af valuta. Det positive bidrag stammede primært fra

overvægt i Zambia, Kina, Indonesien, Tyrkiet og Indien. Derimod bidrog landevalget på obligationsdelen negativt, primært pga. af en overvægt i russiske obligationer i starten af året, som allerede i april blev reduceret til neutral vægt.

Afdelingens nettoresultat blev på 80,6 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.304,2 mio. kr. svarende til en indre værdi på 103,62 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 2014 været 9,6% 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.

Risiciene i afdelingen er emerging markets risiko, gearingsrisiko, geografisk risiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko, modpartsrisiko, operationel risiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko på investeringsrådgivning, risiko på kreditspænd/rentespænd, udstederspecifik risiko samt valutarisiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den globale økonomi forventes at vise moderat vækst i det kommende år, hvilket vurderes at understøtte økonomien i mange emerging markets lande. De fundamentale forhold i en række emerging markets lande er endvidere blevet bedre, hvilket ventes at understøtte aktivklassen i 2015. Usikkerhed kan imidlertid opstå i kølvandet på de pengepolitiske stramninger, der ventes fra den amerikanske centralbank det kommende år.

På den baggrund ventes et moderat positivt afkast i afdelingen i 2015, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes.

## Nøgletal

Årets afkast i procent	7,05
Indre værdi pr. andel (i kr.)	103,62
Omkostningsprocent	1,44
Sharpe ratio	-0,01
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	80.629
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.304.211
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	12.586
Omsætningshastighed	0,75

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i procent	7,05	-14,66	15,29	-1,36	-0,73
Indre værdi pr. andel (i kr.)	103,62	96,80	113,43	98,39	99,27
Omkostningsprocent	1,44	1,33	1,33	1,69	0,44
Sharpe ratio	-0,01	-0,14	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	80.629	-199.333	177.311	-6.497	-8.912
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.304.211	1.131.475	1.322.970	1.152.037	873.130
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	12.586	11.688	11.663	11.709	8.795
Omsætningshastighed	0,75	0,53	0,66	0,58	0,01

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	138.380	75.567
	Renteudgifter	-399	-259
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>137.981</b>	<b>75.308</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	10.161	-245.797
	Kapitalandele	5.443	-1.261
	Afledte finansielle instrumenter	-54.523	-2.320
	Valutakonti	7.063	-6.993
	Øvrige aktiver/passiver	-48	-
3	Handelsomkostninger	-283	-149
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-32.187</b>	<b>-256.520</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>105.794</b>	<b>-181.212</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>17.793</b>	<b>17.058</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>88.001</b>	<b>-198.270</b>
	<b>Skat</b>	<b>7.372</b>	<b>1.063</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>80.629</b>	<b>-199.333</b>

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	25.478	47.861
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>25.478</b>	<b>47.861</b>
5	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.036.399	877.715
	Unoterede udenlandske obligationer	198.828	161.927
	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.235.227</b>	<b>1.039.642</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	32.387	31.618
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>32.387</b>	<b>31.618</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	20	20
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	22.229	8.627
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>22.249</b>	<b>8.647</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	20.343	14.947
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	11.181	3.846
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>31.524</b>	<b>18.793</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.346.865</b>	<b>1.146.561</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.304.211</b>	<b>1.131.475</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	1.073	265
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	27.309	10.272
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>28.382</b>	<b>10.537</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	4.477	4.309
	Gæld vedrørende handelsafvikling	9.113	56
	Aktuelle skatteforpligtelser	339	184
	Skyldige renter	343	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>14.272</b>	<b>4.549</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.346.865</b>	<b>1.146.561</b>
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	162	151		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	130.979	67.479		
Unoterede udenlandske obligationer	7.232	7.635		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	7	302		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>138.380</b>	<b>75.567</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-2.543	-225.297		
Unoterede udenlandske obligationer	12.704	-20.500		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>10.161</b>	<b>-245.797</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	300	162		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-17	-13		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>283</b>	<b>149</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	35	35	
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20	
Markedsføringsomkostninger	8.137	-	8.137	
Gebyrer til depotselskab	1.989	-	1.989	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	6.414	-	6.414	
Fast administrationshonorar	1.090	-	1.090	
Øvrige omkostninger	79	29	108	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>17.727</b>	<b>66</b>	<b>17.793</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	30	30	
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14	
Markedsføringsomkostninger	8.201	-	8.201	
Gebyrer til depotselskab	1.867	-	1.867	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	5.546	-	5.546	
Fast administrationshonorar	1.251	-	1.251	
Øvrige omkostninger	131	18	149	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>17.008</b>	<b>50</b>	<b>17.058</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>5 Obligationer</b>	<b>%</b>		
Regionsfordeling			
Asien	29,11		
Europa	29,00		
Sydamerika	27,43		
Afrika	8,40		
Øvrige	5,83		
Nordamerika	0,23		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		1.131.475	1.322.970
Emissioner i året		96.786	83.992
Indløsninger i året		-5.020	-76.921
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		341	767
Overført fra resultatopgørelsen		80.629	-199.333
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.304.211</b>	<b>1.131.475</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		11.688	11.663
Emissioner i året		949	786
Indløsninger i året		-51	-761
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>12.586</b>	<b>11.688</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		76,99	78,30
Øvrige finansielle instrumenter		19,71	19,69
<b>I alt</b>		<b>96,70</b>	<b>97,99</b>
Andre aktiver/Anden gæld		3,30	2,01
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>		<b>100,00</b>	<b>100,00</b>



## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 Sands 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 5,71%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 11,18% i samme periode. Afkastet lå indenfor intervallet for ledelsens afkastforventning primo året, men noget lavere end benchmark. Afkastet findes utilfredsstillende.

Efter en svær periode primo året steg aktiemarkedene i emerging markets landene kraftigt fra ultimo januar til september, for derefter at falde mod årets slutning i kølvandet på faldende råvarepriser og krisen i Ukraine. Fremgangen på tværs af lande var meget forskellig med store kursstigninger i Kina og Indien, mens der var kursfald i Brasilien og især i Rusland.

Udviklingen i afkastet bevirkede, at foreningens ledelse i samråd med foreningens rådgiver på manager selection besluttede at udskifte afdelingens porteføljeadministrator Wells Capital Management med Sands Capital Management. Skiftet skete i december 2014.

Afdelingens nettoresultat blev på 19,0 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 383,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 104,29 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

### 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 2014 været 16,1% 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 aktiemarkedsrisiko, emerging markets risiko, geografisk risiko, likviditetsrisiko, operationelle risici, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Økonomien i udviklingslandene forventes negativt påvirket af normalisering af den amerikanske pengepolitik samt af lave råvarepriser. Omvendt vil stigende økonomisk aktivitet i USA sammen med øget indenlandsk forbrug understøtte den økonomiske udvikling i de fleste emerging markets lande. Udviklingen i Rusland forventes imidlertid at blive værre i 2015 set i lyset af øget effekt af sanktioner samt af de faldende indtægter fra olie og gas.

Markedet har i de foregående år givet lavere afkast end på markeder i de udviklede lande, så attraktivt værdiansatte aktier og markeder findes selektivt i udviklingslandene.

På den baggrund ventes et moderat positivt afkast i afdelingen i 2015, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes.

## Nøgletal

	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	5,71	-5,86	13,01	-7,27
Indre værdi pr. andel (i kr.)	104,29	98,66	104,79	92,73
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,82	1,83	1,88	1,20
Sharpe ratio	0,03	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	18.961	-21.051	26.819	-18.315
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	383.499	549.845	249.668	203.039
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	3.677	5.573	2.383	2.189
Omsætningshastighed	0,74	0,09	0,10	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	25	15
	Renteudgifter	-100	-13
2	Udbytter	10.828	5.884
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.753</b>	<b>5.886</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	18.583	-19.677
	Afledte finansielle instrumenter	54	-42
	Valutakonti	559	-657
	Øvrige aktiver/passiver	2	-2
4	Handelsomkostninger	-1.136	-222
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>18.062</b>	<b>-20.600</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>28.815</b>	<b>-14.714</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>8.702</b>	<b>5.656</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>20.113</b>	<b>-20.370</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.152</b>	<b>681</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>18.961</b>	<b>-21.051</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	-291	-1.463
	Udlodning overført fra sidste år	-	468
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-291</b>	<b>-995</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>18.670</b>	<b>-22.046</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
	<b>Overført til formuen</b>	<b>18.670</b>	<b>-22.046</b>

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	30.295	18.361
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>30.295</b>	<b>18.361</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	355.010	531.077
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	2.642
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>355.010</b>	<b>533.719</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	-	177
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>-</b>	<b>177</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	165	165
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	8	27
	Aktuelle skatteaktiver	1	2
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>174</b>	<b>194</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>385.479</b>	<b>552.451</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>383.499</b>	<b>549.845</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	5	-
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>5</b>	<b>-</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.967	2.606
	Gæld vedrørende handelsafvikling	8	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.975</b>	<b>2.606</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>385.479</b>	<b>552.451</b>
10	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	25	15		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>25</b>	<b>15</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.669	5.805		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	159	62		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	17		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>10.828</b>	<b>5.884</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.618	-19.281		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-2.936	-65		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-99	-331		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>18.583</b>	<b>-19.677</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	1.564	626		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-428	-404		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>1.136</b>	<b>222</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	9	9	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	3.564	-	3.564	
Gebyrer til depotselskab	517	-	517	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.453	-	3.453	
Fast administrationshonorar	1.058	-	1.058	
Øvrige omkostninger	71	14	85	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>8.677</b>	<b>25</b>	<b>8.702</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	14	14	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	2.374	-	2.374	
Gebyrer til depotselskab	409	-	409	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.048	-	2.048	
Fast administrationshonorar	726	-	726	
Øvrige omkostninger	67	2	69	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>5.638</b>	<b>18</b>	<b>5.656</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-	-3.164
Renter og udbytter	10.751	5.886
Ikke refunderbare udbytteskatter	-1.150	-682
Kursgevinster og -tab til udlodning	-3.014	1.966
Udlodningsregulering	-291	-1.463
Udlodning overført fra sidste år	-	468
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>6.296</b>	<b>3.011</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-8.702	-5.656
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	2.406	2.645
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Regionsfordeling		
Asien	37,53	
Sydamerika	35,07	
Europa	9,69	
Afrika	7,44	
Øvrige	7,39	
Nordamerika	2,88	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.                      Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	549.845	249.668
Emissioner i året	41.028	320.723
Indløsninger i året	-226.863	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	528	505
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	291	1.463
Udlodning overført fra sidste år	-	-468
Overført fra resultatopgørelsen	18.670	-22.046
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>383.499</b>	<b>549.845</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	5.573	2.382
Emissioner i året	408	3.191
Indløsninger i året	-2.304	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>3.677</b>	<b>5.573</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,63	96,19
Øvrige finansielle instrumenter	7,82	3,31
<b>I alt</b>	<b>99,45</b>	<b>99,50</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,55	0,50
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 Sands 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 5,77%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 11,18% i samme periode. Afkastet lå indenfor intervallet for ledelsens afkastforventning primo året, men noget lavere end benchmark. Afkastet findes utilfredsstillende.

Efter en svær periode primo året steg aktiemarkedene i emerging markets landene kraftigt fra ultimo januar til september, for derefter at falde mod årets slutning i kølvandet på faldende råvarepriser og krisen i Ukraine. Fremgangen på tværs af lande var meget forskellig med store kursstigninger i Kina og Indien, mens der var kursfald i Brasilien og især i Rusland.

Udviklingen i afkastet bevirkede, at foreningens ledelse i samråd med foreningens rådgiver på manager selection besluttede at udskifte afdelingens porteføljeadministrator Wells Capital Management med Sands Capital Management. Skiftet skete i december 2014.

Afdelingens nettoresultat blev på 42,4 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.020,9 mio. kr. svarende til en indre værdi på 104,33 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 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 aktiemarkedsrisiko, emerging markets risiko, geografisk risiko, likviditetsrisiko, operationelle risici, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Økonomien i udviklingslandene forventes negativt påvirket af normalisering af den amerikanske pengepolitik samt af lave råvarepriser. Omvendt vil stigende økonomisk aktivitet i USA sammen med øget indenlandsk forbrug understøtte den økonomiske udvikling i de fleste emerging markets lande. Udviklingen i Rusland forventes imidlertid at blive værre i 2015 set i lyset af øget effekt af sanktioner samt af de faldende indtægter fra olie og gas.

Markedet har i de foregående år givet lavere afkast end på markeder i de udviklede lande, så attraktivt værdiansatte aktier og markeder findes selektivt i udviklingslandene.

På den baggrund ventes et moderat positivt afkast i afdelingen i 2015, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes.

## Nøgletal

Årets afkast i procent	5,77
Indre værdi pr. andel (i kr.)	104,33
Omkostningsprocent	1,76
Sharpe ratio	0,03
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	42.364
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.020.887
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.786
Omsætningshastighed	0,88

	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	5,77	-5,74	11,75	-6,36
Indre værdi pr. andel (i kr.)	104,33	98,64	104,65	93,64
Omkostningsprocent	1,76	1,73	1,90	1,16
Sharpe ratio	0,03	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	42.364	-79.326	65.338	-26.900
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.020.887	1.365.034	1.134.610	392.482
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.786	13.838	10.842	4.192
Omsætningshastighed	0,88	0,10	0,04	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	72	57
	Renteudgifter	-28	-39
2	Udbytter	24.702	24.824
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>24.746</b>	<b>24.842</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	39.099	-78.262
	Afledte finansielle instrumenter	2.335	69
	Valutakonti	976	-1.564
	Øvrige aktiver/passiver	4	-6
4	Handelsomkostninger	-3.098	-668
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>39.316</b>	<b>-80.431</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>64.062</b>	<b>-55.589</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>19.029</b>	<b>20.839</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>45.033</b>	<b>-76.428</b>
	<b>Skat</b>	<b>2.669</b>	<b>2.898</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>42.364</b>	<b>-79.326</b>

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	70.671	44.975
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>70.671</b>	<b>44.975</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	953.538	1.318.837
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	6.764
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>953.538</b>	<b>1.325.601</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	-	653
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>-</b>	<b>653</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	368	428
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	16	99
	Aktuelle skatteaktiver	29	10
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>413</b>	<b>537</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.024.622</b>	<b>1.371.766</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.020.887</b>	<b>1.365.034</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	10	-
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>10</b>	<b>-</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	3.709	6.732
	Gæld vedrørende handelsafvikling	16	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.725</b>	<b>6.732</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.024.622</b>	<b>1.371.766</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	72	57		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>72</b>	<b>57</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.338	24.469		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	364	276		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	79		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>24.702</b>	<b>24.824</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	45.788	-76.147		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-6.436	-437		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-253	-1.678		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>39.099</b>	<b>-78.262</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	3.953	1.533		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-855	-865		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>3.098</b>	<b>668</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	19	19	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	8.067	-	8.067	
Gebyrer til depotselskab	1.065	-	1.065	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.441	-	7.441	
Fast administrationshonorar	2.275	-	2.275	
Øvrige omkostninger	121	26	147	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>18.982</b>	<b>47</b>	<b>19.029</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	35	35	
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14	
Andre honorarer til revisorer	1	-	1	
Markedsføringsomkostninger	9.001	-	9.001	
Gebyrer til depotselskab	1.414	-	1.414	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.771	-	7.771	
Fast administrationshonorar	2.478	-	2.478	
Øvrige omkostninger	114	11	125	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>20.791</b>	<b>48</b>	<b>20.839</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>		<b>%</b>	
Regionsfordeling			
Asien		37,87	
Sydamerika		35,39	
Europa		9,78	
Afrika		7,50	
Øvrige		6,56	
Nordamerika		2,91	
		<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
<b>7 Medlemmernes formue</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Medlemmernes formue primo	1.365.034	1.134.609	
Emissioner i året	70.341	453.951	
Indløsninger i året	-457.871	-145.023	
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.019	823	
Overført fra resultatopgørelsen	42.364	-79.326	
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.020.887</b>	<b>1.365.034</b>	
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo	13.838	10.842	
Emissioner i året	695	4.460	
Indløsninger i året	-4.747	-1.464	
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>9.786</b>	<b>13.838</b>	
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,73	96,21	
Øvrige finansielle instrumenter	6,87	3,26	
<b>I alt</b>	<b>99,60</b>	<b>99,47</b>	
Andre aktiver/Anden gæld	0,40	0,53	
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 7,64%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 8,04% i samme periode. Afkastet er noget over ledelsens forventning primo 2014, men lidt lavere end afdelingens benchmark. Afdelingens afkast i 2014 findes ikke helt tilfredsstillende.

Afdelingens afkast blev i året hjulpet af det generelt faldende renteniveau samt af indsnævringen i kreditspændet for investment grade obligationer.

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 efterfølgende, hvilket var positivt for afdelingens investeringer i spanske statsobligationer og irske realkreditudstedelser. Gevinsten heri blev realiseret sidst på året, hvor der i stedet blev købt i efterstillede obligationer udstedt af banker og erhvervsvirksomheder.

I 2014 har afdelingen imidlertid haft en lavere varighed end benchmarkvarigheden, hvilket kan forklare afdelingens lavere afkast end benchmark.

Afdelingens nettoresultat blev på 69,2 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.041,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 114,49 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 5,30 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 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.

Risiciene i afdelingen er kreditrisiko, likvidetsrisiko, operationel risiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko på investeringsrådgivning, risiko på kreditspænd /rentespænd samt udstederspecifik risiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2015, hvilket skønnes at ville understøtte de fundamentale forhold for erhvervsobligationer. Den Europæiske Banks pengepolitiske tiltag vurderes at holde obligationsrenterne lave med mulighed for en begrænset indsnævring af kreditspændet.

Forventede renteforhøjelser i USA, geopolitisk uro samt usikkerhed om europæisk deflation kan skabe markedsudsving i 2015.

På den baggrund skønnes afdelingen at levere et moderat positivt afkast i 2015.

På foreningens generalforsamling vil bestyrelsen foreslå en ændring i vedtægterne vedrørende afdelingen, der vil udvide afdelingens investeringsunivers. Dernæst foreslås en overflytning af afdelingen til Investeringsforeningen Nykredit Invest.

### Nøgletal

	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	7,64	2,87	13,56
Indre værdi pr. andel (i kr.)	114,49	111,72	113,56
Udlodning pr. andel (i kr.)	5,30	5,50	5,00
Omkostningsprocent	0,93	0,90	0,95
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	69.186	23.881	74.580
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.041.751	897.584	793.676
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.099	8.035	6.989
Omsætningshastighed	0,41	0,41	1,12

## Virksomhedsobligationer

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	35.734	34.679
	Renteudgifter	-17	-8
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>35.717</b>	<b>34.671</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	45.152	-3.950
	Afledte finansielle instrumenter	-2.707	759
	Valutakonti	-13	25
3	Handelsomkostninger	-2	-60
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>42.430</b>	<b>-3.226</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>78.147</b>	<b>31.445</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>8.961</b>	<b>7.564</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>69.186</b>	<b>23.881</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	3.444	2.748
	Udlodning overført fra sidste år	685	1.080
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>4.129</b>	<b>3.828</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>73.315</b>	<b>27.709</b>
5	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>48.976</b>	<b>44.873</b>
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	48.225	44.188
	Overført til udlodning næste år	751	685
	<b>Overført til formuen</b>	<b>24.339</b>	<b>-17.164</b>

## Virksomhedsobligationer

### Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	12.332	4.109
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>12.332</b>	<b>4.109</b>
6	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	14.494	18.531
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	986.912	852.788
	Unoterede udenlandske obligationer	12.782	4.563
	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.014.188</b>	<b>875.882</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	189	85
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	12	195
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>201</b>	<b>280</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	17.875	18.498
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	163	369
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>18.038</b>	<b>18.867</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.044.759</b>	<b>899.138</b>
	<b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.041.751</b>	<b>897.584</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	1.018	85
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>1.018</b>	<b>85</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.990	1.469
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.990</b>	<b>1.469</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.044.759</b>	<b>899.138</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	5	2		
Noterede obligationer fra danske udstedere	778	1.088		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	34.708	33.496		
Unoterede udenlandske obligationer	243	93		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>35.734</b>	<b>34.679</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra danske udstedere	624	-229		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	44.046	-3.600		
Unoterede udenlandske obligationer	482	-121		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>45.152</b>	<b>-3.950</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	3	74		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-1	-14		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>2</b>	<b>60</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	29	29	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	3.878	-	3.878	
Gebyrer til depotselskab	946	-	946	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.944	-	2.944	
Fast administrationshonorar	1.073	-	1.073	
Øvrige omkostninger	62	13	75	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>8.917</b>	<b>44</b>	<b>8.961</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	23	23	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Andre honorarer til revisorer	1	-	1	
Markedsføringsomkostninger	3.359	-	3.359	
Gebyrer til depotselskab	936	-	936	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.186	-	2.186	
Fast administrationshonorar	933	-	933	
Øvrige omkostninger	100	10	110	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>7.529</b>	<b>35</b>	<b>7.564</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>5 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	35.719	34.669
Kursgevinster og -tab til udlodning	18.089	13.940
Udlodningsregulering	3.444	2.748
Udlodning overført fra sidste år	685	1.080
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>57.937</b>	<b>52.437</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-8.961	-7.564
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>48.976</b>	<b>44.873</b>
<b>6 Obligationer</b>	<b>%</b>	
Varighedsfordeling		
0 - 1 år	4,49	
1 - 3,6 år	26,51	
3,6 + år	69,00	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	897.584	793.675
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-44.188	-34.595
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	1.658	-
Emissioner i året	154.948	140.950
Indløsninger i året	-37.826	-26.846
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	389	519
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	-3.444	-2.748
Udlodning overført fra sidste år	-685	-1.080
Overført til udlodning næste år	751	685
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	48.225	44.188
Overført fra resultatopgørelsen	24.339	-17.164
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.041.751</b>	<b>897.584</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	8.035	6.989
Emissioner i året	1.397	1.283
Indløsninger i året	-333	-237
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>9.099</b>	<b>8.035</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,59	96,75
Øvrige finansielle instrumenter	2,50	0,99
<b>I alt</b>	<b>98,09</b>	<b>97,74</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,91	2,26
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>



## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 18,83%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 18,39% i samme periode. Afkastet er væsentligt højere end forventet primo året som følge af positive aktiemarkeder og stigende dollar. Relativt til afdelingens benchmark var afkastet højere. Foreningens ledelse finder årets afkast i afdelingen tilfredsstillende.

Afdelingens fokus på vækstorienterede selskaber med lav gældsandel fik udfordringer i 1. halvår, hvor obligationslignende aktie i fx forsyningsselskaber oplevede store kursstigninger. Afdelingens overvægt i USA og undervægt i olie-sektoren og i emerging markets aktier bevirkede, at det tabte blev mere end vundet ind i 2. halvår.

Afdelingens relative afkast i forhold til benchmark blev i 2014 styrket af et godt aktievalg indenfor råvaresektoren, hvor især en position i kemiselskabet Sigma Aldrich bidrog positivt som følge af et overtagelsestilbud fra Merck. Derudover har afdelingen også fået et afkastbidrag fra aktievalget i finanssektoren, hvor især flere emerging markets banker har givet gode afkast for afdelingen.

Afdelingens nettoresultat blev på 98,6 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 714,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 136,74 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 6,30 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 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 af-dækning, 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

Den globale økonomi ventes at udvise moderat vækst i det kommende år, især trukket af den amerikanske økonomi. Sammen med en fortsat lempelig pengepolitik forventes dette at understøtte en fortsat forbedring af de fundamentale forhold for selskaberne og dermed for aktiemarkederne.

Afdelingens afkast skønnes at blive positivt i 2015, om end på et lavere niveau end opnået i 2014. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må derfor forventes i løbet af 2015.

## Nøgletal

	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	18,83	14,35	0,63
Indre værdi pr. andel (i kr.)	136,74	115,08	100,63
Udlodning pr. andel (i kr.)	6,30	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,72	1,65	0,33
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	98.551	49.668	1.797
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	714.104	434.543	300.274
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.222	3.776	2.984
Omsætningshastighed	0,22	0,11	0,63

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	-	2
	Renteudgifter	-61	-9
2	Udbytter	7.157	7.420
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.096</b>	<b>7.413</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	101.475	49.217
	Afledte finansielle instrumenter	-2	29
	Valutakonti	-100	-16
	Øvrige aktiver/passiver	18	-2
4	Handelsomkostninger	-167	-155
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>101.224</b>	<b>49.073</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>108.320</b>	<b>56.486</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>8.854</b>	<b>6.169</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>99.466</b>	<b>50.317</b>
	<b>Skat</b>	<b>915</b>	<b>649</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>98.551</b>	<b>49.668</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	6.198	-250
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>6.198</b>	<b>-250</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>104.749</b>	<b>49.418</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>33.289</b>	-
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	32.900	-
	Overført til udlodning næste år	390	-
	<b>Overført til formuen</b>	<b>71.460</b>	<b>49.418</b>

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	27.277	14.675
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>27.277</b>	<b>14.675</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	657.302	420.550
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	32.069	-
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>689.371</b>	<b>420.550</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	139	130
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	584	3.922
	Aktuelle skatteaktiver	251	63
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>974</b>	<b>4.115</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>717.622</b>	<b>439.340</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>714.104</b>	<b>434.543</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.352	1.521
	Gæld vedrørende handelsafvikling	1.166	3.276
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.518</b>	<b>4.797</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>717.622</b>	<b>439.340</b>
10	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	-	2		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-</b>	<b>2</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.656	7.420		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	501	-		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>7.157</b>	<b>7.420</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	96.947	50.815		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	4.528	-1.598		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>101.475</b>	<b>49.217</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	305	312		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-138	-157		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>167</b>	<b>155</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	19	19	
Revisionshonorar til revisorer	14	5	19	
Markedsføringsomkostninger	3.979	-	3.979	
Gebyrer til depotselskab	349	-	349	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.266	-	3.266	
Fast administrationshonorar	1.170	-	1.170	
Øvrige omkostninger	45	7	52	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>8.823</b>	<b>31</b>	<b>8.854</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	11	11	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	2.821	-	2.821	
Gebyrer til depotselskab	354	-	354	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.059	-	2.059	
Fast administrationshonorar	845	-	845	
Øvrige omkostninger	63	-	63	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>6.156</b>	<b>13</b>	<b>6.169</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-	-2.605
Renter og udbytter	7.096	7.411
Ikke refunderbare udbytteskatter	-1.090	-713
Kursgevinster og -tab til udlodning	29.939	-1.084
Udlodningsregulering	6.198	-250
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>42.143</b>	<b>2.759</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-8.854	-6.169
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	-	3.410
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>33.289</b>	<b>-</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Informationsteknologi	22,76	
Finans	19,68	
Sundhedspleje	15,08	
Varige forbrugsgoder	12,06	
Konsumentvarer	10,03	
Industri	8,75	
Råvarer	5,39	
Energi	4,91	
Telekommunikation	1,34	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.                      Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Medlemmernes formue primo	434.543	300.277
Emissioner i året	180.542	84.438
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	467	160
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	-6.198	250
Overført til udlodning næste år	390	-
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	32.900	-
Overført fra resultatopgørelsen	71.460	49.418
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>714.104</b>	<b>434.543</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	3.776	2.984
Emissioner i året	1.446	792
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>5.222</b>	<b>3.776</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,15	94,69
Øvrige finansielle instrumenter	8,23	3,30
<b>I alt</b>	<b>99,38</b>	<b>97,99</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,62	2,01
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 19,07%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 18,39% i samme periode. Afkastet er væsentligt højere end forventet primo året som følge af positive aktiemarkeder og stigende dollar. Relativt til afdelingens benchmark var afkastet højere. Foreningens ledelse finder årets afkast i afdelingen tilfredsstillende.

Afdelingens fokus på vækstorienterede selskaber med lav gældsandel fik udfordringer i 1. halvår, hvor obligationslignende aktie i fx forsyningsselskaber oplevede store kursstigninger. Afdelingens overvægt i USA og undervægt i olie-sektoren og i emerging markets aktier bevirkede, at det tabte blev mere end vundet ind i 2. halvår.

Afdelingens relative afkast i forhold til benchmark blev i 2014 styrket af et godt aktievalg indenfor råvaresektoren, hvor især en position i kemiselskabet Sigma Aldrich bidrog positivt som følge af et overtagelsestilbud fra Merck. Derudover har afdelingen også fået et afkastbidrag fra aktievalget i finanssektoren, hvor især flere emerging markets banker har givet gode afkast for afdelingen

Afdelingens nettoresultat blev på 265,2 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.653,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 137,26 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 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 af-dækning, 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

Den globale økonomi ventes at udvise moderat vækst i det kommende år, især trukket af den amerikanske økonomi. Sammen med en fortsat lempelig pengepolitik forventes dette at understøtte en fortsat forbedring af de fundamentale forhold for selskaberne og dermed for aktiemarkederne.

Afdelingens afkast skønnes at blive positivt i 2015, om end på et lavere niveau end opnået i 2014. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må derfor forventes i løbet af 2015.

## Nøgletal

	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	19,07	14,38	0,79
Indre værdi pr. andel (i kr.)	137,26	115,28	100,79
Omkostningsprocent	1,66	1,64	0,26
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	265.209	148.690	6.017
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.653.095	1.240.066	959.199
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	12.044	10.757	9.517
Omsætningshastighed	0,22	0,10	0,91



<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteudgifter	-174	-76
1	Udbytter	20.420	22.917
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>20.246</b>	<b>22.841</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	272.194	146.742
	Afledte finansielle instrumenter	-181	-131
	Valutakonti	43	56
	Øvrige aktiver/passiver	48	-4
3	Handelsomkostninger	-495	-296
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>271.609</b>	<b>146.367</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>291.855</b>	<b>169.208</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>24.090</b>	<b>18.437</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>267.765</b>	<b>150.771</b>
	<b>Skat</b>	<b>2.556</b>	<b>2.081</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>265.209</b>	<b>148.690</b>

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	49.882	45.041
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>49.882</b>	<b>45.041</b>
5	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.534.331	1.196.916
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	74.757	-
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.609.088</b>	<b>1.196.916</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	372	373
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.361	11.006
	Aktuelle skatteaktiver	742	143
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.475</b>	<b>11.522</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.661.445</b>	<b>1.253.479</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.653.095</b>	<b>1.240.066</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	5.634	4.134
	Gæld vedrørende handelsafvikling	2.716	9.279
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>8.350</b>	<b>13.413</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.661.445</b>	<b>1.253.479</b>
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

	<b>2014</b>	<b>2013</b>		
<b>1 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.945	22.917		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	1.475	-		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>20.420</b>	<b>22.917</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	259.723	151.668		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	12.471	-4.926		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>272.194</b>	<b>146.742</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	627	508		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-132	-212		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>495</b>	<b>296</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	48	48	
Revisionshonorar til revisorer	13	5	18	
Markedsføringsomkostninger	11.061	-	11.061	
Gebyrer til depotselskab	707	-	707	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	9.072	-	9.072	
Fast administrationshonorar	3.069	-	3.069	
Øvrige omkostninger	97	18	115	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>24.019</b>	<b>71</b>	<b>24.090</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	31	31	
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14	
Markedsføringsomkostninger	8.467	-	8.467	
Gebyrer til depotselskab	1.053	-	1.053	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	6.331	-	6.331	
Fast administrationshonorar	2.427	-	2.427	
Øvrige omkostninger	114	-	114	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>18.404</b>	<b>33</b>	<b>18.437</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>5 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Informationsteknologi	22,72		
Finans	19,66		
Sundhedspleje	15,05		
Varige forbrugsgoder	12,08		
Konsumentvarer	10,02		
Industri	8,81		
Råvarer	5,41		
Energi	4,91		
Telekommunikation	1,34		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		1.240.066	959.199
Emissioner i året		155.167	152.646
Indløsninger i året		-7.800	-20.656
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		453	187
Overført fra resultatopgørelsen		265.209	148.690
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.653.095</b>	<b>1.240.066</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		10.757	9.517
Emissioner i året		1.347	1.424
Indløsninger i året		-60	-184
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>12.044</b>	<b>10.757</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		91,89	94,47
Øvrige finansielle instrumenter		7,46	3,56
<b>I alt</b>		<b>99,35</b>	<b>98,03</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,65	1,97
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>		<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

### Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 6,65%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 21,70% i samme periode. Afkastet er indenfor det forventede interval primo året, men imidlertid væsentligt lavere ved afdelingens benchmark. Afkastet findes meget utilfredsstillende.

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

Relativt til benchmark har afkastudviklingen været særlig negativ i 4. kvartal. Den faldende oliepris kombineret med en overvægt i oliesektoren og et dårligt selskabsvalg i samme sektor var årsager til årets pauvre resultat.

Afdelingens nettoresultat blev på 22,9 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 382,9 mio. kr. svarende til en indre værdi på 125,26 kr. pr. andel. For 2014 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 1,90 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 2014 været 18,4% 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 uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

#### Forventninger

Forventningerne til 2015 er, at den amerikanske økonomi vil udvise vækst, og at det amerikanske aktiemarked vil udvikle sig positivt. En usikkerhedsfaktor vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise en positiv kursudvikling i 2015, som følge af stigende indtjening i virksomhederne. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.

**Nøgletal**

	<b>2014</b>	<b>2013*</b>
Årets afkast i procent	6,65	17,45
Indre værdi pr. andel (i kr.)	125,26	117,45
Udlodning pr. andel (i kr.)	1,90	0,00
Omkostningsprocent	1,82	1,13
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	22.887	35.812
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	382.917	301.178
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	3.057	2.564
Omsætningshastighed	0,61	0,23

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013*</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	8	2
	Renteudgifter	-1	-14
2	Udbytter	666	320
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>673</b>	<b>308</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	28.541	36.444
	Afledte finansielle instrumenter	-4	1.218
	Valutakonti	507	488
	Øvrige aktiver/passiver	14	-16
4	Handelsomkostninger	-663	-82
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>28.395</b>	<b>38.052</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>29.068</b>	<b>38.360</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>6.066</b>	<b>2.502</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>23.002</b>	<b>35.858</b>
	<b>Skat</b>	<b>115</b>	<b>46</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>22.887</b>	<b>35.812</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	2.164	2.447
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>2.164</b>	<b>2.447</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>25.051</b>	<b>38.259</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>6.076</b>	-
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	5.808	-
	Overført til udlodning næste år	268	-
	<b>Overført til formuen</b>	<b>18.975</b>	<b>38.259</b>

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

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	8.390	1.382
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>8.390</b>	<b>1.382</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	370.987	296.578
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	5.963	-
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>376.950</b>	<b>296.578</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	68	110
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.908	5.102
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.976</b>	<b>5.212</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>387.316</b>	<b>303.172</b>
	<b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>382.917</b>	<b>301.178</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.836	1.799
	Gæld vedrørende handelsafvikling	2.563	195
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.399</b>	<b>1.994</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>387.316</b>	<b>303.172</b>
10	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i depotselskab		8	2
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>8</b>	<b>2</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		597	300
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger		69	20
<b>Udbytter i alt</b>		<b>666</b>	<b>320</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		27.166	36.994
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger		1.375	-550
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>28.541</b>	<b>36.444</b>
<b>4 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		768	270
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-105	-188
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>663</b>	<b>82</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	11	11
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Markedsføringsomkostninger	2.586	-	2.586
Gebyrer til depotselskab	243	-	243
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.380	-	2.380
Fast administrationshonorar	789	-	789
Øvrige omkostninger	37	4	41
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>6.049</b>	<b>17</b>	<b>6.066</b>
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	7	7
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Markedsføringsomkostninger	1.078	-	1.078
Gebyrer til depotselskab	163	-	163
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	823	-	823
Fast administrationshonorar	374	-	374
Øvrige omkostninger	36	-	36
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>2.493</b>	<b>9</b>	<b>2.502</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	670	309
Ikke refunderbare udbytteskatter	-115	-46
Kursgevinster og -tab til udlodning	9.423	-619
Udlodningsregulering	2.164	2.447
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>12.142</b>	<b>2.091</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-6.066	-2.502
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	-	411
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>6.076</b>	<b>-</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Informationsteknologi	24,14	
Varige forbrugsgoder	17,12	
Finans	16,08	
Industri	14,62	
Sundhedspleje	14,47	
Energi	6,14	
Telekommunikation	2,99	
Råvarer	2,81	
Konsumentvarer	1,65	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	301.178	-
Emissioner i året	58.673	264.775
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	179	591
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	-2.164	-2.447
Overført til udlodning næste år	268	-
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	5.808	-
Overført fra resultatopgørelsen	18.975	38.259
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>382.917</b>	<b>301.178</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	2.564	-
Emissioner i året	493	2.564
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>3.057</b>	<b>2.564</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,23	97,19
Øvrige finansielle instrumenter	2,14	0,45
<b>I alt</b>	<b>98,37</b>	<b>97,64</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,63	2,36
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

### Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens 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 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 6,32%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 21,70% i samme periode. Afkastet er indenfor det forventede interval primo året, men imidlertid væsentligt lavere ved afdelingens benchmark. Afkastet findes meget utilfredsstillende.

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

Relativt til benchmark har afkastudviklingen været særlig negativ i 4. kvartal. Den faldende oliepris kombineret med en overvægt i oliesektoren og et dårligt selskabsvalg i samme sektor var årsager til årets pauvre resultat.

Afdelingens nettoresultat blev på 77,6 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 1.235,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 124,87 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 2014 været 18,4% 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 uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

#### Forventninger

Forventningerne til 2015 er, at den amerikanske økonomi vil udvise vækst, og at det amerikanske aktiemarked vil udvikle sig positivt. En usikkerhedsfaktor vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise en positiv kursudvikling i 2015, som følge af stigende indtjening i virksomhederne. Forventningen er imidlertid omgærdet af usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2015.

## Nøgletal

	2014	2013*
Årets afkast i procent	6,32	17,45
Indre værdi pr. andel (i kr.)	124,87	117,45
Omkostningsprocent	1,77	1,02
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	77.617	128.056
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.235.329	909.336
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.893	7.742
Omsætningshastighed	0,60	0,27

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013*</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	14	7
	Renteudgifter	-5	-5
2	Udbytter	2.142	1.053
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.151</b>	<b>1.055</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	95.867	124.415
	Afledte finansielle instrumenter	1.277	6.192
	Valutakonti	294	4.503
	Øvrige aktiver/passiver	40	-48
4	Handelsomkostninger	-2.068	39
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>95.410</b>	<b>135.101</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>97.561</b>	<b>136.156</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>19.575</b>	<b>7.948</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>77.986</b>	<b>128.208</b>
	<b>Skat</b>	<b>369</b>	<b>152</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>77.617</b>	<b>128.056</b>

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

**Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	39.267	4.910
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>39.267</b>	<b>4.910</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.186.304	896.283
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	17.151	-
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.203.455</b>	<b>896.283</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	217	349
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	6.066	12.382
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.283</b>	<b>12.731</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.249.005</b>	<b>913.924</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.235.329</b>	<b>909.336</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	5.306	3.987
	Gæld vedrørende handelsafvikling	8.370	601
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>13.676</b>	<b>4.588</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.249.005</b>	<b>913.924</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 29.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 31.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 119 under "Foreningens noter".

		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i depotselskab		14	7
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>14</b>	<b>7</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		2.007	1.006
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger		135	47
<b>Udbytter i alt</b>		<b>2.142</b>	<b>1.053</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		95.369	126.297
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger		498	-1.882
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>95.867</b>	<b>124.415</b>
<b>4 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		2.492	-39
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-424	-
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>2.068</b>	<b>-39</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>5 Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	38	38
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Markedsføringsomkostninger	8.487	-	8.487
Gebyrer til depotselskab	805	-	805
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.775	-	7.775
Fast administrationshonorar	2.383	-	2.383
Øvrige omkostninger	60	12	72
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>19.523</b>	<b>52</b>	<b>19.575</b>
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	22	22
Revisionshonorar til revisorer	17	2	19
Markedsføringsomkostninger	3.658	-	3.658
Gebyrer til depotselskab	260	-	260
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.865	-	2.865
Fast administrationshonorar	1.065	-	1.065
Øvrige omkostninger	59	-	59
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>7.924</b>	<b>24</b>	<b>7.948</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Informationsteknologi	24,23		
Varige forbrugsgoder	17,10		
Finans	16,04		
Industri	14,59		
Sundhedspleje	14,45		
Energi	6,16		
Telekommunikation	2,98		
Råvarer	2,81		
Konsumentvarer	1,66		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2014 og pr. 31.12.2013 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo	909.336		-
Emissioner i året	248.204		797.914
Indløsninger i året	-		-18.082
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	172		1.448
Overført fra resultatopgørelsen	77.617		128.056
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.235.329</b>		<b>909.336</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo	7.742		-
Emissioner i året	2.151		7.903
Indløsninger i året	-		-161
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>9.893</b>		<b>7.742</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,31		97,58
Øvrige finansielle instrumenter	3,11		0,53
<b>I alt</b>	<b>98,42</b>		<b>98,11</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,58		1,89
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>		<b>100,00</b>



## Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

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

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

### 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 med totaler, hvilket er den matematiske mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

### Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter renter på obligationer, afledte finansielle instrumenter, ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi og kontantindestående i depotselskab. Renteudgifter omfatter renter på ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi, øvrige renteudgifter samt afledte finansielle instrumenter.

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

Tilbageholdt udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes, fratrækkes i posten "Skat".

Såvel realiserede som urealiserede kursavancer og -tab indgår i resultatopgørelsen. Realiserede kursavancer og -tab er opgjort som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt aktivet er erhvervet i regnskabsåret. Urealiserede kursavancer og -tab er opgjort som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt aktivet er erhvervet i regnskabsåret.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under kursgevinster og -tab på afledte finansielle instrumenter.

De samlede direkte handelsomkostninger består af kurtage og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread. Opgørelsen sker ved at summere kurtager og omkostninger, der sammentælles ifølge de enkelte handelsnotaer.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres til medlemmernes formue.

Administrationsomkostninger indregnes i takt med, at de afholdes. Disse består af afdelingsdirekte omkostninger og andel af foreningens fællesomkostninger. Fællesomkostningerne fordeles overvejende mellem afdelingerne i forhold til deres gennemsnitlige formue. Revisionshonorarer, der indgår som en del af fællesomkostningerne, fordeles dog efter antal afdelinger.

Afdelinger, der ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer en forholdsmæssig andel af fællesomkostningerne.

### Udlodning

I udloddende afdelinger udloddes de for regnskabsåret udlodningspligtige beløb efter fradrag af omkostninger i henhold til skattelovgivningen. I hovedtræk består det udlodningspligtige beløb dels af rente- og udbytteindtægter, dels af realiserede kursgevinster på værdipapirer mv. og valutakonti med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsregulering hidrørende fra regnskabsårets emissioner og indløsninger indgår i de respektive afdelingers resultat til udlodning, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner/indløsninger.

### Balancen

Obligationer, kapitalandele og afledte finansielle instrumenter måles ved første indregning til dagsværdi på handelsdagen og herefter løbende til dagsværdi. Dagsværdien af udtrukne obligationer er dog nutidsværdien af obligationerne. Likvide midler opgøres til den nominelle værdi.

Dagsværdien af noterede investeringsbeviser opgøres som den regnskabsmæssige indre værdi, eller alternativt handelskursen, for de foreninger mv., som afdelingen har investeret i.

Dagsværdien for unoterede kapitalandele, obligationer og afledte finansielle instrumenter opgøres efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Dis-

se teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, henvisning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Dagsværdien af unoterede investeringsbeviser opgøres som den regnskabsmæssige indre værdi, eller alternativt handelskursen, for de foreninger mv., som afdelingen har investeret i. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Solgte værdipapirer, hvor der samtidig er indgået aftale om tilbagekøb (repo-forretning), indregnes i balancen, som om værdipapiret fortsat var i behold, mens det modtagne beløb opføres som gæld til erhververen under posten "Ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi" under passiverne.

Repo-forretninger indregnes og måles til dagsværdi, og forskellen mellem købs- og salgskurs indregnes som henholdsvis renteindtægter og renteudgifter i resultatopgørelsen. Afkast af værdipapirer indregnes i resultatopgørelsen.

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af tilgodehavende renter, udbytter m.m., aktuelle skatteaktiver bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet samt tilgodehavender vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede salg af finansielle instrumenter samt emissioner før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorernes formue.

Nettoemissionsindtægter består af tillæg til emissionskursen med fradrag af udgifter i forbindelse med emissionen. Nettoindløsningsindtægter består af fradrag i indløsningskursen efter modregning af udgifter i forbindelse med indløsningsindtægter er overført til investorernes formue ultimo regnskabsåret.

Anden gæld måles til dagsværdi og består af skyldige omkostninger og gæld vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede køb af finansielle instrumenter samt indløsninger før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

### Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdagen, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, andre aktiver og anden gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som 16.00 GMT valutakursen. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

### Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. samt retningslinjer fra Investeringsfondsbranchen. I årsrapporten indgår følgende nøgletal:

#### Afkast i procent

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

#### Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo året.

#### Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til cirkulerende andele ultimo året.

#### Omkostningsprocent

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

#### 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.

#### Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden opgøres som gennemsnittet

af de i regnskabsåret foretagne køb og salg af værdipapirer justeret for emissioner, indløsninger og udbetalte udlodninger, sat i forhold til den gennemsnitlige formue, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i året.

**Hoved- og nøgletaloversigt**

	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Årets afkast i procent</b>					
USA	28,27	21,41	7,65	1,52	22,86
USA Akk.	28,43	21,62	7,56	1,54	22,59
Europa	2,56	22,28	21,07	-10,36	12,67
Europa Akk.	2,55	22,63	21,14	-10,13	12,75
Japan	-0,06	17,53	10,65	-10,48	20,57
Japan Akk.	-0,02	17,90	11,11	-9,67	21,74
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	6,82	-14,61	15,85	-1,15	-0,42
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	7,05	-14,66	15,29	-1,36	-0,73
Nye Aktiemarkeder	5,71	-5,86	13,01	-7,27	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	5,77	-5,74	11,75	-6,36	-
Virksomhedsobligationer	7,64	2,87	13,56	-	-
Globale Aktier	18,83	14,35	0,63	-	-
Globale Aktier Akk.	19,07	14,38	0,79	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	6,65	17,45	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	6,32	17,45	-	-	-
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
USA	141,52	116,52	96,77	89,89	88,55
USA Akk.	157,12	122,52	100,74	93,66	92,24
Europa	90,17	88,06	73,90	62,41	69,62
Europa Akk.	105,12	102,68	83,74	69,12	76,91
Japan	73,57	73,58	62,60	56,58	63,18
Japan Akk.	76,14	76,15	64,59	58,14	64,33
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	94,05	89,79	113,21	97,72	99,58
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	103,62	96,80	113,43	98,39	99,27
Nye Aktiemarkeder	104,29	98,66	104,79	92,73	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	104,33	98,64	104,65	93,64	-
Virksomhedsobligationer	114,49	111,72	113,56	-	-
Globale Aktier	136,74	115,08	100,63	-	-
Globale Aktier Akk.	137,26	115,28	100,79	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	125,26	117,45	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	124,87	117,45	-	-	-
<b>Udlodning pr. andel (i kr.)</b>					
USA	8,90	6,20	1,00	0,00	0,00
USA Akk.	-	-	-	-	-
Europa	0,00	0,00	2,00	1,50	0,00
Europa Akk.	-	-	-	-	-
Japan	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japan Akk.	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	1,80	1,80	8,25	0,00	1,00
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer	5,30	5,50	5,00	-	-
Globale Aktier	6,30	-	-	-	-
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	1,90	-	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-

## Foreningens noter

	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Omkostningsprocent</b>					
USA	1,15	1,37	1,48	1,63	1,67
USA Akk.	0,89	1,40	1,47	1,63	1,64
Europa	1,56	1,55	1,63	1,78	1,81
Europa Akk.	1,58	1,53	1,58	1,77	1,77
Japan	1,94	1,81	1,86	2,01	2,19
Japan Akk.	1,84	1,74	1,81	1,91	1,99
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	1,49	1,40	1,34	1,68	0,46
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	1,44	1,33	1,33	1,69	0,44
Nye Aktiemarkeder	1,82	1,83	1,88	1,20	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	1,76	1,73	1,90	1,16	-
Virksomhedsobligationer	0,93	0,90	0,95	-	-
Globale Aktier	1,72	1,65	0,33	-	-
Globale Aktier Akk.	1,66	1,64	0,26	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	1,82	1,13	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	1,77	1,02	-	-	-
<b>Sharpe ratio</b>					
USA	0,85	0,95	-0,13	-0,29	-0,21
USA Akk.	0,85	0,95	-0,10	-0,26	-0,21
Europa	0,44	0,77	-0,33	-0,58	-0,37
Europa Akk.	0,45	0,77	-0,33	-0,58	-0,37
Japan	0,28	0,46	-0,30	-0,62	-0,59
Japan Akk.	0,31	0,50	-0,28	-0,60	-0,59
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	0,01	-0,11	-	-	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	-0,01	-0,14	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	0,03	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,03	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer	-	-	-	-	-
Globale Aktier	-	-	-	-	-
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
USA	295.121	199.167	70.430	-12.229	123.067
USA Akk.	767.347	574.306	181.283	23.087	295.389
Europa	12.700	125.994	108.179	-64.094	65.922
Europa Akk.	49.916	344.418	297.181	-145.047	141.081
Japan	2.482	28.752	16.517	-15.108	18.441
Japan Akk.	3.827	74.816	40.826	-29.135	47.597
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	32.363	-71.543	79.973	-7.552	-4.291
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	80.629	-199.333	177.311	-6.497	-8.912
Nye Aktiemarkeder	18.961	-21.051	26.819	-18.315	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	42.364	-79.326	65.338	-26.900	-
Virksomhedsobligationer	69.186	23.881	74.580	-	-
Globale Aktier	98.551	49.668	1.797	-	-
Globale Aktier Akk.	265.209	148.690	6.017	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	22.887	35.812	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	77.617	128.056	-	-	-

	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
USA	1.350.887	916.306	1.029.408	921.726	940.081
USA Akk.	3.434.462	2.506.525	2.973.702	2.399.344	2.099.410
Europa	755.322	692.090	569.951	491.774	558.843
Europa Akk.	1.909.388	1.530.134	1.595.467	1.267.045	1.154.310
Japan	190.740	145.297	167.138	159.684	126.959
Japan Akk.	513.039	442.871	421.485	345.620	312.978
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	548.143	443.875	481.732	552.253	544.153
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	1.304.211	1.131.475	1.322.970	1.152.037	873.130
Nye Aktiemarkeder	383.499	549.845	249.668	203.039	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	1.020.887	1.365.034	1.134.610	392.482	-
Virksomhedsobligationer	1.041.751	897.584	793.676	-	-
Globale Aktier	714.104	434.543	300.274	-	-
Globale Aktier Akk.	1.653.095	1.240.066	959.199	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	382.917	301.178	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	1.235.329	909.336	-	-	-
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
USA	9.541	7.864	10.637	10.253	10.616
USA Akk.	21.826	20.459	29.518	25.617	22.758
Europa	8.363	7.859	7.712	7.879	8.027
Europa Akk.	18.135	14.902	19.053	18.330	15.007
Japan	2.594	1.975	2.669	2.823	2.009
Japan Akk.	6.739	5.816	6.525	5.945	4.863
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	5.828	4.943	4.255	5.651	5.464
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	12.586	11.688	11.663	11.709	8.795
Nye Aktiemarkeder	3.677	5.573	2.383	2.189	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	9.786	13.838	10.842	4.192	-
Virksomhedsobligationer	9.099	8.035	6.989	-	-
Globale Aktier	5.222	3.776	2.984	-	-
Globale Aktier Akk.	12.044	10.757	9.517	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	3.057	2.564	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	9.893	7.742	-	-	-
<b>Omsætningshastighed</b>					
USA	0,59	0,87	0,15	0,22	1,04
USA Akk.	0,11	0,89	0,16	0,22	1,04
Europa	0,23	1,02	1,07	1,44	1,18
Europa Akk.	0,23	1,05	1,12	1,51	1,21
Japan	0,03	0,18	1,17	0,71	0,80
Japan Akk.	0,15	0,17	1,15	0,70	0,82
Nye obligationsmarkeder lokal valuta	0,70	0,44	0,62	0,68	-
Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk.	0,75	0,53	0,66	0,58	0,01
Nye Aktiemarkeder	0,74	0,09	0,10	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,88	0,10	0,04	-	-
Virksomhedsobligationer	0,41	0,41	1,12	-	-
Globale Aktier	0,22	0,11	0,63	-	-
Globale Aktier Akk.	0,22	0,10	0,91	-	-
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	0,61	0,23	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	0,60	0,27	-	-	-

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](http://multimanagerinvest.dk)